

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

DE L'ADMISSION A LA COTE
DANS LES BOURSES FRANÇAISES
DE VALEURS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Soutenue le Samedi 8 Mars 1913, à 3 heures

PAR

ROGER RIBIÈRE

Président : M. PERREAU, professeur.

Suffragants : { *M. SOUCHON, professeur.*
 { *M. HITIER, professeur.*

PARIS

A. PEDONE, ÉDITEUR

LIBRAIRE DE LA COUR D'APPEL ET DE L'ORDRE DES AVOCATS
13, Rue Soufflot, 13

1913

THESE
POUR
LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

DE L'ADMISSION A LA COTE

DANS LES BOURSES FRANÇAISES

DE VALEURS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Soutenue le Samedi 8 Mars 1913, à 3 heures

PAR

ROGER RIBIERE



Président : M. PERREAU, professeur.

Suffragants : { *M. SOUCHON, professeur.*
M. HITIER, professeur.

PARIS

A. PEDONE, EDITEUR

LIBRAIRE DE LA COUR D'APPEL ET DE L'ORDRE DES AVOCATS

13, Rue Soufflot, 13

1913



Digitized by the Internet Archive
in 2026

INTRODUCTION

Il s'est produit en France depuis un certain nombre d'années une véritable révolution dans le placement de la fortune.

Autrefois, et nous n'avons pas besoin de remonter au delà de quarante-cinq ans, le placement qui était considéré comme le plus sûr, et comme étant d'une façon à peu près absolue à l'abri de tout aléa, consistait en achats de terres. Le revenu qu'on tirait de ces terres n'était, sans doute, pas très élevé, mais il était assuré. Comme, d'autre part, rien n'était plus facile que de trouver des fermiers, et que les charges qui grevaient la propriété étaient relativement aisées à supporter, le revenu que le capitaliste se procurait de cette façon avait plutôt une tendance à hausser. Ainsi que le fait si justement remarquer M. Paul Leroy-Beaulieu dans son excellent livre *l'Art de placer et gérer sa fortune*, la période de 1850 à 1875 fut l'âge d'or des placements en terres : « Le propriétaire, dit-il, avait peu de tracasseries ; il touchait, régulièrement, des revenus à tendance un peu progressive. S'il voulait

vendre, il trouvait facilement preneur, souvent avec quelque plus-value. Avait-il une fille à doter, il advenait, sinon toujours, du moins assez fréquemment, qu'une terre pouvait constituer, soit l'intégralité, soit une partie notable de la dot. Le vieux dicton « solide comme une ferme en Beauce » était d'une vérité littéraire et constante. Ce n'était pas seulement la Beauce qui jouissait de ce privilège ; c'étaient tous les bons pays de France, même aussi les médiocres, et parfois les mauvais, parce que les procédés de culture s'y amélioraient, et que le rattachement, par les voies de communications nouvelles, aux districts plus riches et aux grandes villes, en même temps qu'il leur ouvrait des débouchés précieux, les tirait de leur torpeur et y portait la vie » (1).

De nos jours, ce placement subit une crise des plus graves. Cela tient beaucoup moins à la concurrence des pays neufs qu'aux transformations qui se sont peu à peu manifestées dans l'esprit de la population des campagnes. Les paysans deviennent plus exigeants vis-à-vis du propriétaire. et comme ils ont le souci très naturel, d'ailleurs, de s'enrichir rapidement, ils sont moins empressés qu'autrefois à conclure des baux et

(1) Paul Leroy-Beaulieu, *L'Art de placer et gérer sa fortune*, 1912, p. 8 et 9.

ne le font que dans les conditions les plus profitables pour eux.

Le développement des machines agricoles et l'emploi des engrais chimiques ont, il est vrai, augmenté dans une large mesure le rendement des terres en même temps qu'ils ont diminué les dépenses de main-d'œuvre, mais ces avantages sont compensés au delà par la dépréciation des prix qui est résulté pour le propriétaire de la trop grande abondance des produits. En outre, l'accroissement des impôts, la cherté de plus en plus grande de la vie, les frais que nécessite la substitution de nouveaux procédés de culture aux anciens, ont eu pour résultat de faire que ce qui était autrefois un excellent placement est devenu un placement très onéreux et aléatoire. Comme le fait remarquer M. Paul Leroy-Beaulieu, il peut convenir encore aux habitants des petites villes et des campagnes chez lesquels le goût des placements mobiliers est peu prononcé, mais bien qu'il ne soit pas impossible qu'à raison de certaines circonstances sur lesquelles ce n'est pas le lieu d'insister, le revenu des terres aille en s'améliorant dans une certaine mesure, il semble bien qu'il ne doive plus constituer comme autrefois le placement général de la classe riche.

Ce que nous venons de dire du placement des terres nous pouvons le répéter pour le placement en maisons et en terrains.

Toutes ces considérations font que les capitalistes ont une tendance de plus en plus marquée à se porter sur les valeurs mobilières. Sans doute ces valeurs présentent, elles aussi, des inconvénients ; les deux principaux sont qu'il est facile pour les capitalistes de commettre des erreurs de choix, ce qui peut leur causer des pertes considérables et peut-être occasionner leur ruine complète, et, d'autre part, que, grâce à la faculté qu'ils ont de réaliser leurs titres partiellement ou d'emprunter sur eux, ils peuvent se laisser entraîner à diminuer leur fortune en quelque sorte sans s'en douter. En revanche, elles ont des avantages tellement évidents qu'elles en font le placement moderne par excellence.

Ces avantages ont été admirablement mis en lumière par M. Paul Leroy-Beaulieu dans l'opuscule précité ; nous nous bornerons à les rappeler brièvement :

1^o Consistant en coupures de moyenne et parfois de petite importance, elles permettent à toute personne de placer facilement toutes les sommes d'argent grandes ou petites dont elle peut disposer, et à faire emploi de ses économies au fur et à mesure qu'elles se forment ;

2^o Comme la plupart de ces valeurs sont cotées à la Bourse, rien n'est plus facile pour le capitaliste ou

le rentier de les surveiller et de suivre les fluctuations de sa fortune ;

3^o De même, grâce à ces cotes quotidiennes, il sera aisé pour le capitaliste et le rentier de négocier ses titres à des cours qui seront connus de lui ; et il ne courra guère le risque d'être trompé par les intermédiaires ;

4^o Les frais d'achat ou de réalisation des titres en Bourse sont extrêmement modérés, surtout lorsqu'on les compare aux autres sortes de placement ;

5^o Le paiement des revenus des principales valeurs mobilières, tout au moins, se fait à des époques régulières, et les sociétés de crédit et les banquiers acceptent volontiers de s'en charger, le plus souvent même sans retenir de commissions ;

6^o Le propriétaire de ces valeurs a la faculté de les détenir chez lui, en se mettant ainsi à l'abri des indiscretions, ou de les enfermer dans un coffre-fort qu'il aura loué à un établissement de crédit, en réduisant ainsi au minimum les risques de vol ou de perte. Rien ne l'empêche également, s'il le préfère, de remettre ces titres en garde à un établissement de crédit qui se chargera, moyennant une petite commission, de l'encaissement des revenus. Enfin il pourra aussi rendre ces titres nominatifs, ce qui présentera pour lui au point de vue de la sécurité d'incontestables avantages ;

7° Les valeurs mobilières sont généralement acceptées dans les successions et dans les constitutions de dot à l'égal de l'argent comptant.

Tous ces avantages expliquent la vogue croissante des valeurs mobilières. Et l'on ne peut que s'en féliciter puisque, comme le dit M. Edmond Théry : « La valeur mobilière en rendant possible le groupement, l'association des capitaux disséminés sur tous les points du territoire national, a provoqué la transformation de nos moyens de production, et créé les nouvelles richesses dont tous les membres de la collectivité française profitent actuellement » (1).

Cette vogue, rien ne peut la faire mieux ressortir que la comparaison entre le montant des valeurs mobilières françaises et étrangères existant dans les portefeuilles français en 1892 et en 1908. Alors qu'au 1^{er} janvier 1892 ce montant s'élevait à 77 milliards 286 millions, il était au 31 décembre 1908 de 104 milliards 446 millions, et ce dernier chiffre est certainement très inférieur à ce qu'il est aujourd'hui.

Il convient de noter qu'en prenant ce développement considérable, les valeurs mobilières se démocratisaient et se répandaient dans toutes les classes de la population, notamment en France, terre classique de la petite épargne. Leur diffusion allait entraîner dans ce der-

(1) Edmond Théry, *La fortune publique de la France*, p.

nier pays certaines conséquences importantes particulièrement au sujet des placements en valeurs étrangères.

C'est cette situation spéciale de la France qui fait que la question de l'admission à la cote des valeurs, et spécialement des valeurs étrangères, y présente une importance particulière. La France est de toutes les nations du monde celle qui a la plus grande puissance d'épargne (1) et la Bourse de Paris, qui n'a comme rivale que celle de Londres, est le marché international de capitaux le plus actif du monde et le rendez-vous des puissances réduites à l'emprunt.

Les statistiques nous fournissent à cet égard d'utiles renseignements et il ne sera peut-être pas sans intérêt pour nous de rappeler en quelques lignes l'histoire de la constitution de notre portefeuille mobilier étranger. N'est-ce pas d'ailleurs écrire l'histoire de nos sympathies politiques, de nos rapprochements sentimentaux dont le capitaliste français suit beaucoup plus l'influence qu'il n'écoute parfois le froid calcul de ses intérêts ?

(1) Voir sur ce point : Yves Guyot, *L'Etat et l'Epargne* (*Journal des Economistes*, 15 novembre 1910) ; Tresnay, *Les placements en valeurs étrangères et les lois fiscales* (*Revue des sciences politiques*, mai-juin 1911) ; Lescure, *La puissance d'épargne de la France et les placements étrangers* (*Revue politique et parlementaire*, 10 février 1912, p. 303).

Déjà en 1811, nous voyons figurer à la cote de la Bourse de Paris, les titres d'un emprunt étranger, l'emprunt 6 0/0 du roi de Saxe. Puis, apparaissent successivement en 1817, l'emprunt 5 0/0 des Deux-Siciles ; en 1822, les fonds espagnols 5 0/0 ; en 1823, les obligations prussiennes ; en 1824, le 5 0/0 portugais ; en 1825, l'emprunt haïtien ; en 1832, les fonds grecs 5 0/0 et de nouveaux titres de rente espagnole 3 0/0 ; en 1834, le 2 1/2 hollandais, l'emprunt loterie des Etats Sardes ; en 1835, le 5 0/0 hollandais ; en 1836, les obligations de la banque des Etats-Unis ; en 1837, les diverses rentes belges 4 et 5 0/0, la rente 5 0/0 autrichienne et les lots du même pays ; de 1838 à 1840 divers emprunts américains : Illinois, New-York-Etat, New-York-Ville, Ohio, Indiana, les obligations pedristes et miguelistes de Portugal.

Mais ce ne sont jusque là que rentes d'Etat et effets publics. En 1838, apparaissent les titres suivants : Société rhénane, Chemin de fer de Cologne à la Belgique, Société générale belge, Chemin de fer d'Anvers à Gand, Charleroi-Erqueline, Compagnie anglo-belge, Naples-Castellamare, Mines de la Vieille-Montagne et de Stolberger, Westphalie. De 1852 à 1870, sous le second Empire, le chapitre des fonds d'Etat étrangers prend à la cote de Paris une importance considérable. A la longue liste que nous venons d'énumérer s'ajoutent les fonds turcs, le 5 0/0 italien, le

2 1/2 et le 4 1/2 belge, les obligations de Bruxelles et de Liège, le 7 0/0 égyptien de 1866, créé par Ismaïl-Pacha, le 6 0/0 Etats-Unis de la guerre de Sécession, le 6 0/0 mexicain, le 7 0/0 tunisien, le 5 0/0 hongrois, le 8 0/0 roumain, les emprunts russes 4 0/0 et 5 0/0.

A la même époque sont inscrits à la cote des titres d'entreprises particulières, tels que les actions de la Société impériale autrichienne, de Crédit pour le commerce et l'industrie, de la Banque du commerce et de l'industrie de Darmstadt, de la Compagnie Générale de Crédit en Espagne, et surtout de nombreux titres de chemins de fer étrangers : lombards, vénitiens, romains, portugais, russes, autrichiens, espagnols ; le gaz de Florence, Venise, Naples, Vérone, Malaga, Coblentz, Bruxelles ; les glaces d'Aix-la-Chapelle ; les mines de Huelva ; la Compagnie fermière des tabacs italiens, etc., etc. (1).

Nos placements à l'étranger, ralentis un temps après 1871 (le loyer des capitaux en France s'étant relevé, ceux-ci n'avaient plus de raison pour aller chercher au loin des intérêts rémunérateurs), ont repris leur développement aussitôt les 5 milliards d'emprunts absorbés et classés. Aucun événement n'a depuis bouleversé l'harmonie économique du pays. Celui-ci a continué à

(1) Raphaël-Georges Lévy, *La fortune mobilière française à l'étranger* (*Revue des Deux-Mondes*, mars 1897).

consacrer une partie de ses réserves, de ses épargnes à l'acquisition de valeurs étrangères. Il y a plus de 320 valeurs étrangères figurant à notre cote officielle.

Le tableau suivant donne, d'après Edmond Théry, le nombre des valeurs étrangères inscrites à différentes époques :

Dates	Fonds d'Etat	Obligations	Actions	Total
1850 (31 décembre). .	24	2	2	28
1869 (31 décembre). .	58	24	27	109
1880 (1 ^{er} juillet). . .	85	26	26	137
1890 (1 ^{er} juillet) . . .	104	39	40	183
1899 (31 décembre). .	150	58	65	273

Les valeurs ainsi admises à la cote officielle à la Bourse de Paris, déduction faite des titres amortis, représentaient, au cours du 31 décembre 1908, un capital de 137.745.000.000, se décomposant ainsi :

71.300.000.000 de valeurs étrangères contre 66.446.000.000 de valeurs françaises, soit un peu plus de la moitié de valeurs étrangères (1).

Pendant le premier semestre de 1911, il n'y a pas eu moins de 3.745.386 titres cotés à la Bourse de Paris ; ces titres représentaient un capital nominal de

(1) Théry, *La fortune publique en France*, p. 194 et 197.

1.695.548.000 francs, tandis que, pour la même période, 1.562.223 titres français, représentant un capital nominal de 546.338.500 francs, ont été admis à la cote officielle de la Bourse de Paris (1).

Les statistiques qui précèdent montrent que la France est le véritable banquier des États en mal d'emprunt.

C'est chez nous, dit M. Lewandowski, que beaucoup de pays, après des crises politiques intérieures ou extérieures, viennent faire panser leurs plaies d'argent. La Russie et le Japon, après la guerre d'Extrême-Orient, ont fait appel l'une et l'autre à notre épargne. La Norvège a contracté en France un emprunt de guerre avant de se séparer de la Suède. C'est à nous que la Turquie s'est adressée pour réorganiser ses finances et alimenter son budget ; l'Italie attendait de nous le mot d'ordre

(1) *Bulletin de statistique et de législation comparée*, septembre 1911, p. 336 et 337.

Dans un article de la *Revue*, signé Lysis, du 1^{er} février 1907, on trouvera l'énumération des valeurs étrangères cotées en Bourse le 31 décembre 1904, et l'indication des valeurs nouvelles, introduites sur le marché français, au cours des années 1905 et 1906.

V. Neymarck, *Une nouvelle évaluation du capital et des revenus des valeurs mobilières*, Paris, 1893. De même un article dans le journal de la Société de statistique de Paris de 1904. V. aussi les chiffres donnés par M. Caillaux, ministre des finances, dans la séance de la Chambre du 8 février 1907, au cours de la discussion de l'interpellation sur les opérations financières et manœuvres de Bourse présentée par MM. Rouanet, Meslier, Willm et Jaurès.

pour la conversion de sa rente 5 0/0 ; le Danemark, la Roumanie, la Suisse, le Portugal, l'Espagne et les États balkaniques sollicitent sous des formes diverses notre concours financier. Il n'est pas jusqu'aux pays américains qui ne désirent entrer en relations avec nous, pour mener à bien leurs grandes opérations financières ; les États-Unis, eux-mêmes, cherchent en France un débouché pour leurs obligations de chemins de fer que l'Angleterre absorbe aujourd'hui avec une moindre facilité (1). La pittoresque définition donnée par M. Aynard en langage parlementaire est donc méritée : « La France est la tirelire de l'Europe » ; du monde eût été plus exact. N'est-il pas étrange, écrivait M. Neymarck, de voir cette contradiction du protectionnisme établi pour les marchandises, et du libre échange pour les capitaux, sans compensation pour nous qui ne sommes débiteurs nulle part ?

Pourquoi l'épargne française prête-t-elle en si grande quantité ses capitaux à l'étranger ?

En premier lieu, la France, qui constitue le plus grand marché des capitaux, fabrique et accumule sans cesse des réserves. Selon M. Neymarck, 1 milliard et demi à 2 milliards sont ainsi économisés par an, et

(1) Voir Lewandowski, *De la protection des capitaux empruntés en France par les États étrangers ou les sociétés*, Paris, 1896. V. aussi du même auteur, *Le marché de Paris* (*Revue économique internationale*, mai 1906).

même à une époque où tous les pays commencent à accuser des chiffres d'épargne de plus en plus imposants, la France est encore considérée comme la terre classique de l'épargne et du bas de laine, épargne qui constitue une de ses forces et qui révèle peut-être un appauvrissement de sa puissance vitale et de son esprit d'entreprise. « Je connais, disait M. de Bulow à la tribune du Reichstag, je connais la France et les Français ; j'ai passé plusieurs années dans ce pays. La France doit sa richesse à son sol béni, puis aussi à l'activité et à l'ingéniosité de ses habitants, mais encore plus à son admirable esprit d'économie, à cette force d'épargne qui distingue chaque Français, chaque Française. La France est devenue le banquier du monde. Ce que la France, par sa production, gagne de moins que nous, elle l'épargne, elle le compense par les intérêts de son épargne » (1).

Dans les dix dernières années, l'épargne n'a acheté

(1) Voir Lescure, *La puissance d'épargne de la France et les placements étrangers* (*Revue politique et parlementaire*, 10 février 1912, p. 303). L'auteur de cet article fait justement remarquer que la puissance d'épargne d'un pays ne doit pas être confondue avec l'abondance des capitaux disponibles, et il ajoute : « Ce n'est pas de notre titre de banquier du monde que l'on doit conclure à notre puissance d'épargne. L'abondance des capitaux disponibles dans un pays peut tenir, en effet, soit à une épargne abondante, soit au manque d'emploi de ses épargnes dans le pays, et l'on a prétendu parfois que l'abondance des capitaux disponibles tenait en France à l'absence d'esprit d'entreprise ».

que pour 9.633 millions de valeurs d'Etat, de villes ou d'entreprises françaises contre 9 millions de valeurs d'Etat, de villes ou d'entreprises étrangères. M. Edmond Théry évalue à 38 *milliards* de francs le capital effectif des valeurs étrangères possédées par les Français.

Or, quel emploi productif donner à ces milliards ainsi économisés chaque année dans notre pays ? Sans doute l'épargne française pourrait trouver dans la France même des placements rémunérateurs dans l'industrie et dans le commerce, mais malheureusement, l'orientation des établissements de crédit ne la dirige pas de ce côté, et c'est vers le placement en valeurs mobilières, vers la capitalisation qu'elle se laisse entraîner. L'épargne est mise en œuvre en France bien moins par l'épargnant lui-même que par les tiers auxquels il la confie. Tous les petits possesseurs : paysans, petits propriétaires, petits marchands, ouvriers, domestiques, tous les chemineaux de l'épargne, selon un mot de M. Neymarck, désireux d'obtenir des revenus plus importants que ceux que peuvent leur offrir les caisses d'épargne, s'adressent à des intermédiaires, banques et grandes sociétés de crédit, et ce sont les agents de ces banques et sociétés de crédit qui, par leurs conseils, guident leur clientèle pour le placement de ses disponibilités. Or le plus souvent ils recommandent des fonds d'Etat étrangers.

Loin de nous la pensée de critiquer ces organismes, nés de la loi naturelle de la concentration, qui ont rendu au contraire de puissants services à notre pays. La faveur dont jouissent auprès d'eux les valeurs étrangères tient au désir et à la volonté du public d'être rémunéré de ses placements d'une façon élevée, régulière et assurée.

M. Théry, à la séance de la Société d'économie politique nationale, du 18 avril 1900, a expliqué que le rendement annuel net des valeurs étrangères circulant en France s'établissait entre 4.28 % et 3.11 % pour les valeurs inscrites à la cote officielle. Le rentier français a vu, au contraire, la moyenne de ses titres baisser tandis que ses impositions suivaient une marche opposée. Il est facile de comprendre, dès lors, qu'il ait accueilli avec faveur, et sans contrôler dans certains cas la réalité des promesses, des valeurs mobilières étrangères auxquelles semblent attachés de larges revenus et qui sont jetées dans la circulation sous le couvert de prospectus alléchants.

D'autre part, le banquier, membre d'un syndicat d'émission, a un intérêt personnel à conseiller à ses clients ces valeurs pour le placement avantageux desquelles il a été sollicité par des gouvernements et des sociétés étrangères.

Par suite de cette constante entremise, l'épargne française se trouve dérivée vers les placements exté-

rieurs avec une facilité d'autant plus grande qu'elle ne peut trouver dans le pays des placements suffisants pour elle. C'est ce que faisait très bien ressortir M. Caillaux lorsqu'il disait, en 1907, à la tribune de la Chambre, que notre admirable puissance d'économie fait que nous avons tous les ans des capitaux à placer.

Naturellement ces capitaux cherchent un emploi ; ils le trouvent pour partie en France, mais il y a un excédent qui doit forcément se déverser sur l'étranger (1).

Si les Etats étrangers sollicitaient depuis longtemps l'épargne française et ses intermédiaires, c'est qu'ils avaient présent à la mémoire le succès des emprunts français qui, au lendemain de la guerre franco-allemande, assurèrent la complète libération du territoire.

Le traité de Francfort, en même temps qu'il nous imposait une indemnité de 5 milliards, déterminait la date et les formes du paiement. Le premier emprunt de 2 milliards, émis d'après la loi du 20 juin 1871, fut souscrit par 4 milliards 897 millions. Le second de 3 milliards, émis l'année suivante (15 juillet 1871), provoqua une souscription extraordinaire de 43 milliards, preuve admirable de la confiance de la nation française dans ses destinées !

(1) Sur les causes psychologiques de l'exportation des capitaux français, voir un article de M. R.-G. Lévy, *La psychologie des placements* (*Revue des Deux-Mondes*, février 1905).

Lorsque les Etats étrangers virent le succès des emprunts français, la puissance et l'élasticité de notre marché, ils choisirent ce dernier de préférence à tout autre pour leurs émissions successives, et, de l'ancien comme du nouveau monde, les emprunts publics se succédèrent chez nous sans interruption, pour arriver au total formidable que nous avons précédemment indiqué.

De là, l'importance considérable que présente pour la France, la question de l'admission à la cote des valeurs et spécialement des valeurs étrangères, et ce sont les divers aspects de cette question que nous nous proposons d'étudier.

Nous venons de nous rendre compte par ce simple exposé et par quelques chiffres du développement de jour en jour plus grand que prennent les valeurs mobilières. Il n'est pas douteux qu'avec l'accroissement constant de la fortune publique ce mouvement ascensionnel soit appelé à prendre un nouvel essor. N'est-ce pas dire que tout ce qui touche à la négociation de ces valeurs présente une importance particulière !

Comment se fera cette négociation ? Elle ne peut se faire pratiquement que dans des établissements spéciaux rapprochant les vendeurs et les acheteurs, aux-

quels on donne le nom de Bourses. Sans doute rien n'empêche encore aujourd'hui que les détenteurs de valeurs mobilières, actions ou obligations, à la condition qu'elles soient sous la forme au porteur, transmettent directement ces valeurs à leur acheteur, sans le concours de personne, mais un tel procédé ne peut être que rarement employé, et ici bien plus que partout ailleurs, le rôle de l'intermédiaire est devenu indispensable. Les pouvoirs publics l'ont si bien compris qu'à toutes les époques ils se sont préoccupés d'organiser et de réglementer les Bourses de commerce, et lorsque l'article 71 de notre code de commerce définit les Bourses de commerce « la réunion qui a lieu sous l'autorité du gouvernement, des commerçants, capitaines de navires, agents de change et courtiers », il ne fait que consacrer légalement un état de choses très ancien et qui est pleinement justifié par les nécessités de la pratique.

A l'heure actuelle, par suite de la diffusion des valeurs mobilières, et à un degré bien plus considérable qu'elle ne l'a jamais été, la Bourse est devenue un organisme dont on ne saurait se passer, qui joue dans la vie du pays un rôle primordial. Mais quel sera le mécanisme de la Bourse, comment se feront les négociations des valeurs ? C'est une question très importante dont il nous faut dire quelques mots pour l'étude de notre sujet.

Après avoir rapidement passé en revue l'organisation des intermédiaires, nous examinerons en quoi consiste une cote, quels sont les effets susceptibles d'être cotés et ce qu'est l'admission à la cote.

CHAPITRE PREMIER

LES NEGOCIATIONS EN BOURSE

Nous venons de voir qu'à la différence de ce qui se passait autrefois, les valeurs mobilières constituent aujourd'hui dans tous les pays, et en particulier en France, un élément considérable de la fortune publique. Non seulement ces valeurs sont extrêmement nombreuses, et se présentent sous des formes très diverses, actions, obligations, bons, etc., mais elles donnent lieu, et c'est ici un fait qui est pour nous d'une importance primordiale, à des négociations qui s'effectuent dans des conditions très différentes.

A ce dernier point de vue, il importe de distinguer deux sortes de marchés de valeurs :

1^o Le *marché officiel*, qui est celui des agents de change, et comprend les valeurs pour lesquelles ces officiers ministériels ont le droit exclusif de négociation ;

2^o Le *marché de la coulisse*, né de l'impossibilité où se sont trouvés les agents de change, par suite de leur nombre restreint et du grand développement pris par

les transactions sur les valeurs mobilières, de satisfaire à tous les besoins de la spéculation.

On place quelquefois à côté de ces deux marchés un troisième marché, appelé *marché libre*, dans lequel se négocieraient les titres qui ne sont acceptés dans aucun des deux premiers, mais nous estimons qu'il n'y a pas lieu d'accepter cette dernière division qui n'a aucun caractère officiel, ce prétendu marché libre se confondant avec celui de la coulisse.

Etudions successivement ces deux marchés.

§ 1. — Le marché officiel. — Les agents de change.

Bien qu'il n'entre pas dans le cadre de ce travail de faire l'historique détaillé des agents de change, il ne sera peut-être pas inutile pour la compréhension même de nos développements ultérieurs de rappeler quelques notions élémentaires à ce sujet.

L'agent de change est un officier ministériel chargé de l'achat et de la vente des valeurs cotées, et, d'après la lettre de la loi, il devrait même être le seul intermédiaire.

L'origine de ces agents est très lointaine et certains voient en eux les descendants des *argentarii* romains.

Ils ont existé en France de fort bonne heure dès le X^{ve} siècle, et le monopole leur a été attribué par un édit de 1572.

Avec le développement du commerce, le nombre des charges alla en augmentant ; en 1781 ils étaient quarante pour la Bourse de Paris.

Supprimés sous la Révolution française, ils retrouvèrent en 1795 leurs anciennes prérogatives. Depuis 1898 leur nombre pour Paris est de soixante-dix.

Actuellement, les agents de change sont régis par le décret du 7 octobre 1890, rendu à la suite de la loi du 28 mars 1885 qui consacre la validité des marchés à terme et supprime l'exception de jeu.

Quelles sont les attributions des agents de change ?

Nous nous bornerons pour le moment à les indiquer, nous réservant de revenir plus longuement sur celles qui ont trait à notre sujet.

Aux termes de l'article 76 du code de commerce, les agents de change ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés, de faire pour le compte d'autrui, les négociations des lettres de change ou billets et de tous papiers commercables et d'en constater le cours. D'autre part ils peuvent faire, concurremment avec les courtiers de marchandises, les négociations et le courtage des ventes ou achats de matières métalliques. Ils ont seuls le droit de constater le cours de toutes ces négociations.

Il résulte de cet article que parmi les fonctions des

agents de change, certaines seulement constituent un monopole. Ce sont :

1^o La négociation des effets publics et autres susceptibles d'être cotés ;

2^o La négociation des effets de commerce ;

3^o La constatation du cours des effets publics et autres susceptibles d'être cotés, celle de tous papiers commercables, et enfin celle du cours du change et des matières d'or et d'argent.

Quant à leurs autres fonctions, c'est-à-dire la négociation et le courtage des ventes ou achats des matières d'or et d'argent, ils en partageaient d'après le code de commerce le monopole avec les courtiers de marchandises, mais aujourd'hui que la profession de courtier est devenue libre depuis une loi de 1866, il n'en est plus ainsi, et tout le monde peut acheter ou vendre des matières d'or et d'argent. En fait, les agents de change ne s'occupent pas des négociations de matières d'or et d'argent, pas plus que des négociations des lettres de change. Ils se bornent comme pour ces dernières à en constater officiellement le cours.

Rappelons, sans y insister autrement, que les agents de change sont des officiers ministériels, et qu'ils sont comme tels désignés par le Chef de l'Etat. Ils doivent pour être nommés réunir certaines conditions de nationalité, d'âge, d'honorabilité, d'aptitude professionnelle. Ils sont tenus de l'obligation de four-

nir un cautionnement qui répond des dommages qu'ils peuvent causer dans l'exercice de leur profession. Enfin comme tous les officiers ministériels ils tirent de la loi du 28 avril 1816 le droit de présenter leur successeur à l'agrément du Chef de l'Etat.

Les compagnies d'agents de change ont à leur tête une chambre syndicale composée d'agents de change élus par leurs confrères, d'un syndic et d'adjoints. Comme nous aurons plus tard à nous occuper longuement de sa composition et de ses attributions, nous nous bornerons pour le moment à mentionner son existence.

Maintenant que nous savons ce que sont les agents de change, disons quelques mots des coulissiers.

§ 2. — Le marché de la coulisse

Les coulissiers sont comme les agents de change des intermédiaires de Bourse qui existent malgré le monopole dont ces derniers sont investis. Ils négocient en particulier toutes les valeurs non inscrites à la cote officielle.

Nous ne pouvons donner ici l'historique des luttes soutenues par la coulisse pour vivre à côté des intermédiaires officiels, protégés par un monopole et détenus en outre par des sanctions pénales, civiles et d'ordre fiscal. Bornons nous à dire qu'en cette ma-

tière le fait fut plus fort que le droit. La coulisse existe en grande partie par suite de l'insuffisance du nombre des intermédiaires officiels, et d'autre part à cause des entraves apportées à la négociation des valeurs mobilières non admises à la cote officielle.

Depuis 1898 et l'accord de 1901 la paix semble faite entre les agents de change et la coulisse et c'est de ce moment que date l'organisation actuelle du marché de la coulisse, organisation déjà menacée par des projets dus à ses membres eux-mêmes.

3 syndicats groupent les maisons de coulisse :

Syndicat des banquiers en valeurs à terme ;

Syndicat du marché de la rente ;

Syndicat des banquiers en valeurs au comptant.

Ces trois syndicats ont adopté chacun un règlement intérieur, inspiré de celui des agents de change.

La coulisse tient à côté du parquet une place très importante et rend de nombreux services au public.

§ 3. — La constatation des cours — Les cotes.

Dans leurs marchés différents les agents de change et les coulissiers vont avoir pour mission de constater les cours, de créer une cote. Ceci nous amène à rechercher ce qu'il faut entendre par cours.

Les valeurs de Bourse ne sont pas autre chose que des marchandises ; comme toutes les marchandises,

elles ont un prix, et ce prix est soumis à la loi de l'offre et de la demande. Lorsqu'une valeur est très demandée, il se produira un mouvement de hausse ; lorsqu'au contraire elle est très offerte, ce mouvement sera un mouvement de baisse.

Les causes qui peuvent agir sur les cours des valeurs, faire varier le rapport entre l'offre et la demande, sont multiples. Elles peuvent se rattacher à la politique, et il est bien certain qu'à ce point de vue une guerre étrangère ou une révolution dans l'intérieur du pays auront une influence néfaste sur les cours parce qu'elles compromettront le crédit de l'Etat ou nuiront à la prospérité des sociétés commerciales. Elles peuvent aussi être déterminées par une crise économique, résultant, par exemple, de la surproduction dans une branche spéciale ou d'un changement de politique douanière. Ces deux sortes de causes influenceront le plus souvent sur l'ensemble des valeurs, mais il en est d'autres qui sont particulières à certaines valeurs ; c'est ainsi que pour les actions l'accroissement des dividendes en augmentant le nombre des acheteurs aura pour effet de provoquer un mouvement de hausse, tandis que leur diminution entraînera la baisse.

Le cours en Bourse sera donc la constatation du prix auquel sera conclue une opération : prix relevé par l'intermédiaire qui aura fait ce marché.

Puis les cours de ces valeurs mobilières enregistrées

par des publications spéciales porteront le nom de cotes de Bourse.

Les agents de change publient deux cotes : L'une quotidienne, le cours authentique et officiel, l'autre paraissant tous les vendredis, la cote hebdomadaire.

Pour la coulisse, deux cotes quotidiennes :

1^o Celle du syndicat des banquiers en valeurs à terme ;

2^o Celle du syndicat des banquiers en valeurs au comptant.

La coulisse des rentes ne publie pas de cote.

Pour la cote officielle, la matière est réglée aujourd'hui par le décret du 7 octobre 1890 (art. 77 et suiv.).

Les cours sont au fur et à mesure qu'ils se produisent inscrits sur un registre spécial. Puis les agents de change se réunissent à l'issue de la Bourse, pour vérifier et arrêter la cote des cours pour les valeurs, le change et les matières métalliques. Une fois que le bulletin de la cote a été arrêté dans les conditions que nous venons d'indiquer, il est signé par le syndic, affiché dans l'intérieur de la Bourse et publié par les soins de la Chambre syndicale. Une copie en est adressée immédiatement au préfet, au ministre des finances ou au ministre du commerce et de l'industrie.

Les indications du Bulletin de la cote sont relatives au premier et dernier cours, ainsi qu'au plus haut et au plus bas des cours auxquels des marchés ont été

conclus. Ce bulletin mentionnera en outre les autres indications propres à intéresser le public ; par exemple il fera connaître les actions qui ne sont livrables que nominatives et les époques de jouissance. Il peut également mentionner le cours moyen des effets cotés au comptant, ce cours moyen étant établi en prenant la moyenne entre le cours le plus haut et le cours le plus bas.

Le décret du 7 octobre 1890 contient un article 80 ainsi conçu : « Dans les Bourses pourvues d'un parquet, le bulletin de la cote comporte une partie permanente dite « officielle » comprenant les valeurs qui ont été préalablement reconnues par la Chambre syndicale donner lieu ou pouvoir donner lieu sur place à un nombre suffisant de transactions. Les fonds d'Etat français y sont portés de droit.

« Les valeurs non comprises dans cette partie officielle figurent à la seconde partie du bulletin de la cote. Les règlements prévus à l'article 82 décident si ces deux parties seront publiées séparément ou donneront lieu à une publication unique ».

Il résulte de ce texte qu'aujourd'hui dans les Bourses munies d'un parquet, la Chambre syndicale aura la mission d'établir entre les valeurs un classement. Dans une première partie de la cote, elle placera les valeurs qu'elle estimera à raison de l'importance actuelle ou probable de leurs transactions mériter de figurer d'une

façon permanente sur le bulletin de la cote. Cette partie de la cote s'appelle la partie officielle, et les valeurs qu'elle contient ont droit à une ligne permanente, de sorte qu'on les retrouvera toujours alors même qu'elles n'auraient pas fait l'objet d'une négociation.

La seconde partie de cette même cote sera réservée aux valeurs qui auront semblé à la Chambre syndicale d'une négociation moins courante ou qu'elle aura considéré comme n'ayant pas une importance suffisante. Ces valeurs, et c'est ici que la distinction apparaît d'une façon très nette, n'ont pas droit comme les précédentes à une ligne permanente, mais seulement à une inscription faite sur la réquisition d'un agent de change en vue de constater une négociation conclue par son intermédiaire. Il faut, d'ailleurs, bien remarquer que cette question de permanence est la seule qui sépare ces deux classes de valeurs, et que c'est l'agent de change qui établit la cote dans la première aussi bien que dans la seconde partie du bulletin et imprime aux cours leur caractère d'authenticité.

Chacune de ces parties se subdivise en deux sections :

Valeurs cotées au comptant et à terme;

Valeurs cotées au comptant seulement.

Pour les deux cotes en banque ce sont les membres du syndicat qui l'établissent et les syndicats qui la publient.

Utilité de l'admission à la cote.

Une société a intérêt quand le nombre de ses titres est assez important pour alimenter un courant régulier de transactions à les faire coter en Bourse.

Les personnes en effet qui veulent acheter ou vendre de ces titres trouvent rapidement une contre-partie et les marchés se traitent dans de meilleures conditions.

D'autre part les cours cotés indiquent assez exactement le crédit de la société.

Enfin, en général, grâce à la cote, le nombre des porteurs s'accroît et la société trouve de ce fait des souscripteurs plus nombreux en cas d'augmentation de capital ou d'émission d'obligations.

Nous avons vu que dans les cotes une distinction était faite entre le terme et le comptant.

Les opérations au comptant sont celles pour lesquelles aucun délai n'est stipulé pour le paiement du prix et la livraison des titres.

Les opérations à terme sont celles qui comportent un délai déterminé pour le paiement et la livraison.

Où se trouve pour une société l'intérêt de demander l'admission à la cote au marché à terme ou au marché au comptant?

Le marché à terme intéresse les spéculateurs de

profession et développe énormément, par cette spéculation même, le volume des transactions.

Le terme joue en principe le rôle d'un régulateur des cours ; dans quelques cas, au contraire, les cours peuvent être largement mais passagèrement faussés.

Au comptant aucun des inconvénients de la spéculation ne se produit mais les cours sont plus sensibles et une offre de vente un peu importante peut provoquer une chute des cours.

Enfin où est l'intérêt pour une société dans le choix du marché officiel ou du marché en coulisse ?

L'introduction sur le marché libre est souvent plus aisée et les affaires passent souvent de ce marché au marché officiel. Mais le marché officiel a de grands avantages en ce sens qu'il jouit de la faveur du public.

Tenues, comme nous le verrons, à subir une procédure spéciale pour l'admission des valeurs à la cote, les valeurs de ce marché semblent au public posséder une garantie particulière et les banquiers émetteurs connaissent bien cette tendance quand ils mettent au bas de leurs prospectus d'émission que la cote officielle sera demandée.

Nous verrons que cette garantie n'existe pas et ne peut exister.

§ 4. — Effets susceptibles d'être cotés.

Quels sont les effets susceptibles d'être cotés ?

L'arrêt du conseil du 7 août 1785 est, semble-t-il, le premier texte auquel il soit possible de remonter sur le sujet. L'article 3 est ainsi conçu :

« Veut Sa Majesté que, conformément aux articles 17 et 18 de l'arrêt du 24 septembre 1724, les négociations d'effets royaux et autres effets publics ne puissent être faites valablement que par l'entremise des agents de change, ni en d'autres lieux qu'à la Bourse, où le cours d'iceux sera coté, aux termes des règlements, par deux desdits agents de change..., et l'article 4 ajoute : Fait défense Sa Majesté auxdits agents de change de coter à la Bourse d'autres effets que les effets royaux et le cours des changes. »

Ainsi, d'après l'acte du 7 août 1785, on ne pouvait coter que les effets royaux, c'est-à-dire les fonds d'Etat français ou emprunts de corporations françaises autorisées par l'Etat.

Cette défense, remarquent MM. Lyon-Caen et Renault, était probablement fondée sur les idées économiques dominant à cette époque. Le système de la *Balance du Commerce*, qui considère la sortie d'espèces d'un pays comme un appauvrissement pour la na-

tion (1), devait être peu favorable au placement des capitaux français dans des opérations étrangères (2).

La prohibition fut renouvelée le 14 juillet 1787.

« Sa Majesté, ayant considéré que l'agiotage portait principalement sur les papiers et les effets des compagnies et associations particulières, dont les profits incertains et calculés d'après la seule avidité, donnaient lieu à des spéculations hazardées, a jugé convenable de restreindre dans de justes bornes la négociation qui est faite de ces papiers et effets dans la Bourse de Paris.

« Veut Sa Majesté, qu'à l'exception des actions de la Caisse d'escompte, aucuns des papiers et effets des compagnies et associations particulières existans ou qui peuvent exister par la suite, ne puissent être négociés à la Bourse de Paris, que comme les billets et les lettres de change entre particuliers ; et qu'en conséquence lesdits papiers et effets n'y puissent être criés et cotés, ni jouir d'aucun des avantages qui n'appartiennent et ne doivent appartenir qu'aux effets royaux... Défend, Sa Majesté, à tous agents de change ou courtiers de change et tous autres, de s'immiscer, dans ladite Bourse, de la négociation des dits papiers, au-

(1) Sur le système de la Balance du Commerce, v. Paul Cauwès, *Cours d'économie politique*, I, n^{os} 733 à 738.

(2) Lyon-Caen et Renault, *Traité de droit commercial*, 4^e édit., t. II, p. 556, n^o 1145.

trement qu'il n'est prescrit par le présent arrêt. »

Le résultat de cette prohibition fut que les négociations pratiquées au parquet ne purent porter que sur les effets royaux. « Les termes d'effets royaux et effets publics sont pris souvent l'un pour l'autre dans les règlements mêmes qui les concernent, quoique, dans leur sens précis, ils aient chacun une signification propre. Selon cette signification, on comprend, sous les termes d'effets publics, tous contrats de rentes, tous titres de créances dont le roi a autorisé la créance et le commerce d'une manière spéciale, soit que l'Etat soit chargé de leur acquittement ou non. Il n'y a d'effets royaux proprement dits que ceux qui doivent être acquittés immédiatement par le roi, soit au trésor royal, soit dans d'autres caisses qui lui appartiennent. Aussi, tous les titres relatifs aux emprunts ouverts par le roi, tels que contrats de rentes, billets de loterie, bulletins ou chances donnant droit à des primes, quittances ou simples bordereaux délivrés au trésor royal, sont des effets royaux proprement dits. Les contrats de rente sur le clergé, au contraire, les actions de la Caisse d'escompte, de la nouvelle Compagnie des Indes ou de toute autre Compagnie autorisée à emprunter publiquement, sont bien des effets publics, mais ne sont pas des effets royaux.

« Dans plusieurs des règlements..., le terme d'effets royaux se trouve employé au lieu de celui d'effets

publics, quoique l'on ait peut-être dû y employer ce dernier terme, qui s'applique seul à tous les effets que les règlements ont eu en vue » (1).

L'esprit de ces règlements ne fut pas longtemps respecté, et dès l'année 1790 on tolère dans les négociations du parquet des titres qu'il n'était pas possible de classer parmi les effets publics selon le droit ancien. Après la période révolutionnaire si remarquable par le développement de l'agiotage, et au cours de laquelle nous assistons à la suppression des sociétés par actions et à la fermeture de la Bourse, les affaires reprirent timidement mais furent restreintes tout d'abord aux effets publics. A raison de l'importance de cette matière nous croyons utile de citer le contenu des textes qui consacrent cette solution, c'est-à-dire la loi du 28 ventôse an IX (art. 7), la délibération du tribunal de commerce du 26 messidor an IX et de l'ordonnance du préfet de police du 1^{er} thermidor an IX (art. 8, 9, 15, 16, 17.)

Art. 7 de la loi du 28 ventôse an IX : « Les agents de change et courtiers qui seront nommés en vertu de l'article précédent, auront seuls le droit d'en exercer la profession, de constater le cours du change, celui des effets publics, marchandises, matières d'or et d'argent, et de justifier, devant les tribunaux ou arbitres, la

(1) Texte cité au *Manuel des agents de change*, 24 avril 1766.

vérité et le taux des négociations, ventes ou achats ».

Délibération du tribunal de commerce du département de la Seine, portant tarifs sur lequel les droits de commission et de courtage des agents de change et des courtiers de commerce doivent être perçus dans la ville de Paris (du 26 messidor an IX-15 juillet 1801).

« Le tribunal de commerce du département de la Seine, pour satisfaire au désir de l'arrêté des consuls du 3 du présent mois, qui ordonne que, dans un mois, pour tout délai, il sera dressé par le tribunal un tarif provisoire des droits de commission et courtage, qui seront perçus, d'après l'usage local, par les agents de change et courtiers de commerce de la ville de Paris,

« Déclare qu'en se conformant à l'usage local de la ville, il est d'avis que la commission des agents de change doit leur être payée ainsi qu'il suit, savoir :

« Pour la négociation du papier, tant sur l'étranger que sur les places des départements, à raison du huitième d'un franc par cent francs, payable par le vendeur et autant par l'acquéreur ;

« Pour celle du papier sur Paris, la même commission du huitième par cent francs, payable seulement par le vendeur ;

« Et pour celle des effets publics, à raison du quart d'un franc par cent francs du net produit de la négociation, payable par le vendeur et autant par l'acquéreur.

« A l'égard du courtage des courtiers de commerce pour la vente de toute espèce de marchandises :

« Le tribunal, considérant les démarches multipliées qu'ils sont obligés de faire en différentes maisons pour parvenir à la vente définitive d'une partie de leurs marchandises, est d'avis que ce courtage doit leur être payé par le vendeur, à raison de la moitié d'un franc par cent francs du montant de la vente, et autant par l'acquéreur ;

« Et attendu qu'aux termes de l'arrêté susdaté, ce tarif doit être soumis à l'approbation du ministre des finances et de celui de l'intérieur, pour être ainsi affiché au tribunal et à la Bourse, le tribunal arrête qu'il sera envoyé à chacun de ces ministres une expédition du présent procès-verbal » (1).

Ordonnance du préfet de police du 1^{er} thermidor an IX.

Art. 8. — « Il est défendu, sous les peines portées par l'article 13 de l'arrêt du conseil du 26 novembre 1781, à toute personne autre que les agents de change et courtiers de commerce nommés par le gouvernement, de s'immiscer dans les opérations d'effets publics et papiers de commerce, et de s'entremettre dans les achats et ventes de marchandises, matières premières ou mé-

(1) *Manuel des agents de change*, p. 216.

talliques, soit dans l'intérieur, soit à l'extérieur de la Bourse.

« Les commissaires de police sont spécialement chargés de veiller à ce qu'il ne soit pas contrevenu à la présente disposition : ils constateront les contraventions. »

Art. 9. — « Il sera, néanmoins, permis aux marchands, négociants, banquiers et autres, qui sont dans l'usage d'aller à la Bourse, de négocier entre eux les lettres de change, billets au porteur et billets à ordre sans l'entremise des agents de change, en se conformant aux règlements ».

Art. 15. — « Le cours des marchandises et matières métalliques et celui des effets publics ne pourront être établis que d'après les achats, ventes et négociations faites ou rappelées sur le parquet ».

Art. 16. — « Il y aura pour le service de la Bourse un crieur public.

« Ce crieur sera nommé par les syndics et les adjoints : il annoncera les cotes des effets publics négociés sur le parquet.

« Dans le cas où le crieur prévariquerait dans ses fonctions, il sera destitué par le préfet de police, d'après le procès-verbal du commissaire de la Bourse, et il sera pris contre lui telles autres mesures administratives qu'il appartiendra. »

Art. 17. — « A la fin de chaque séance de la Bourse,

les agents de change se réuniront dans le parquet de la Bourse :

1^o Pour vérifier les cotes des effets publics ;

2^o Pour en faire arrêter le cours par le syndic ou un adjoint, ou par deux adjoints en cas d'absence du syndic ;

3^o Pour faire constater, dans la même forme, le cours du change.

« La même réunion aura lieu, de la part des courtiers de commerce, pour la vérification des cotes des marchandises et matières premières ou métalliques, et pour en faire constater le cours par leur syndic et un adjoint, ou par deux adjoints en cas d'absence du syndic.

« Les réunions ci-dessous mentionnées auront lieu en présence du commissaire de police qui portera sur un registre le cours arrêté par les agents de change et les courtiers de commerce, chacun pour ce qui le concerne » (1).

Les effets particuliers ne tardèrent pas à être négociés au parquet. C'est à eux nettement que s'applique l'article 24 de la loi du 27 prairial an X, et l'article 25 de cette même loi ajoute : « Ne sera crié à haute voix que le cours des effets publics quant aux actions de commerce, lettres de change et billets, tant à l'in-

(1) *Manuel des agents de change*, p. 218 et suivantes.

térieur qu'à l'étranger ; leur négociation exigeant l'exhibition et l'examen, elle ne pourra être faite à haute voix, et les cours auxquels elle aura donné lieu seront recueillis, après la Bourse, par les syndics et adjoints et cotés sur le *Bulletin des cours* » (1).

Dès 1802, les actions de commerce se trouvent donc en mesure d'être cotées à Paris, et l'article 8 de l'arrêté du 27 prairial élargit d'une façon générale et pour toute la France, le cercle des valeurs pouvant être cotées, étendant cette faculté aux « titres des compagnies de banque ou de commerce » (2), de sorte qu'à partir de cet arrêté et jusqu'à l'ordonnance du 12 novembre 1823, toutes les valeurs françaises, mais elles seules, ont pu être cotées à la Bourse.

L'ordonnance du préfet de police, du 1^{er} thermidor an IX, avait pris les dispositions suivantes : « Le cours des marchandises et matières métalliques et celui des effets ne pourra être établi que d'après les achats, ventes et négociations faits ou rappelés sur le parquet. A la fin de chaque séance de la Bourse, les agents de change se réuniront dans le parquet de la

(1) A remarquer que cette disposition est particulière à la Bourse de Paris.

(2) « Les compagnies de banque ou de commerce qui émettent des actions sont comprises dans les dispositions des articles précédents, et ne pourront exiger d'autres garanties que celle prescrite par les lois et règlements ».

Bourse : 1^o pour vérifier les cotes des effets publics ; 2^o pour en faire arrêter le cours par le syndic et un adjoint ; 3^o pour en faire constater, dans la même forme, le cours du change » (art. 15).

Puis, le code de commerce, dans son article 76, donne aux seuls agents de change, sans distinguer entre ceux de Paris et ceux des départements, le droit de constater le cours des effets publics et autres susceptibles d'être cotés, des lettres de changes ou billets, de tous papiers commercables en général et des matières d'or et d'argent.

Mais, l'interdiction relative aux valeurs étrangères posée par l'arrêt du conseil du 7 avril 1785 subsistait.

Elle fut levée par l'ordonnance royale des 12-18 novembre 1823.

« Considérant, dit cette ordonnance, que la permission de coter sur le cours authentique de la Bourse de Paris les effets publics des emprunts des gouvernements étrangers, n'implique, de la part du gouvernement, ni approbation desdits emprunts, ni obligation d'intervenir en faveur de ceux de nos sujets qui, de leur plein gré, y placeraient leurs capitaux ».

Comme conséquence de cette disposition, l'arrêt du conseil du 7 août 1785 portant défense aux agents de change de coter à la Bourse de Paris d'autres effets que les effets royaux et le cours des changes, fut abrogé en ce qui concerne les fonds d'Etat étrangers,

« considérant que, depuis quelques années, les opérations de banque, de finances et de commerce ont reçu dans tout le royaume, mais plus particulièrement à Paris, une très grande extension, qu'il en est résulté un accroissement de capitaux qui rend désormais sans objet les dispositions de l'arrêt du conseil ci-dessus relaté... »

M. de Villèle, ministre des finances, adressa le 12 novembre 1825 une lettre au syndic des agents de change de Paris, exprimant à la compagnie le désir du gouvernement espagnol de voir coter les consolidés d'Espagne à la Bourse de Paris, et estimant que ce désir n'est nullement en contradiction avec l'ordonnance du 12 novembre 1823, il ajoute : « Je vous autorise en conséquence, et conformément à la dite ordonnance, à coter ces effets dans le *Bulletin officiel de la Bourse de Paris*, toutes les fois qu'ils donneront lieu à des opérations faites avec concurrence et publicité, en assez grand nombre pour produire un cours véritable et tel que le public ne puisse être induit en erreur sur leur valeur réelle, précautions que vous devrez également prendre pour tous les autres effets, avant de les coter officiellement » (1).

A la suite de cette lettre sur laquelle on a beaucoup

(1) V. le texte de cette lettre dans le *Manuel des agents de change*, p. 329.

discuté et que certains auteurs ont même invoquée comme fixant une des conditions de l'admission à la cote des fonds d'Etat étrangers et de toutes les valeurs en général, ce qui paraît absolument contraire à la vérité, un grand nombre de fonds d'Etat étrangers furent inscrits à la cote de la Bourse de Paris.

Quelques années plus tard nous assistons à l'introduction sur notre marché des valeurs industrielles émises par les compagnies étrangères, mais elles ne tardèrent pas à susciter un mouvement d'hostilité très légitime de la part des sociétés françaises. Une loi du 5 juin 1850 venait en effet d'imposer de très lourdes charges fiscales aux valeurs françaises, et comme elle ne faisait pas allusion aux valeurs étrangères celles-ci se trouvaient dans une situation privilégiée qui expliquait la faveur du public. Le gouvernement s'émut des nombreuses réclamations qui lui étaient adressées, et rendit à la date du 22 mai 1858 un décret autorisant la cote en France des actions et obligations des chemins de fer étrangers, mais à des conditions très rigoureuses, et bien que ce décret ne statuât que pour les actions et obligations de chemins de fer étrangers, on l'étendit par analogie à toutes les autres valeurs étrangères.

Ce décret du 22 mai 1858 est très important dans ce sens qu'il établit une distinction entre l'admission à la négociation et l'admission à la cote, la première

ayant un caractère purement fiscal et étant du ressort du gouvernement, et la seconde entrant dans les attributions des Chambres syndicales. Cette distinction qui échappe assez généralement au public est un des principes fondamentaux du décret du 6 février 1880 dont nous aurons à parler longuement à propos de l'admission à la cote.

Aujourd'hui la situation des valeurs étrangères en France au point de vue de l'émission et de la négociation est la suivante :

Ces valeurs avant toute émission ou négociation doivent avoir satisfait à nos lois fiscales, soit en proposant au ministre des finances l'agrément d'un représentant français, responsable du recouvrement des droits, soit en versant à la Caisse des dépôts et consignations un cautionnement garantissant ce recouvrement. Si l'on ajoute, d'autre part, que les valeurs étrangères sont assujetties aux droits de timbre et de transmission et à l'impôt sur le revenu, tous payables par abonnement, cet abonnement étant perçu sur la quantité de titres estimée circulant en France, l'on arrive à cette conclusion que ce régime a un caractère véritablement prohibitif (1). Cela résulte à n'en pas douter de l'analyse des lois sur la matière, dont les principales sont les lois des 23 juin 1857,

(1) Voir, sur cette question, Waldmann, *op. cit.*, pp. 573 et 574.

29 juin 1872, 28 décembre 1895, 13 avril 1898 et des décrets des 17 juillet 1857, 24 mai et 6 décembre 1872, 10 août 1896 et 22 juin 1898.

Il faut même reconnaître que cette situation n'est pas sans inconvénients, parce qu'elle aura trop souvent pour résultat d'écarter de notre marché les meilleures de ces valeurs; il est actuellement question d'introduire à cet égard dans notre législation quelques réformes libérales.

Tout ce que nous venons de dire concerne la négociation des valeurs étrangères. Leur admission à la cote est actuellement réglée par le décret du 6 octobre 1880, modifié par les décrets du 1^{er} décembre 1893 et 10 août 1896. Nous allons en résumer très brièvement les dispositions.

Ce sont les Chambres syndicales qui ont le droit d'admettre les valeurs étrangères à la cote. Elles ont le devoir de s'assurer d'abord de leur admissibilité à la négociation en France, en se faisant représenter l'agrément par le ministre des finances du représentant responsable des droits dus au trésor, et aussi celui de vérifier si elles sont émises conformément aux lois et usages du pays d'origine.

Les actions de ces valeurs sont soumises aux mêmes règles que celles des valeurs françaises. Elles ne peuvent, par conséquent, être de moins de 25 francs si le capital social n'excède pas 200.000 francs, ni de moins

de 100 francs dans le cas contraire. On leur étend en somme les règles applicables aux actions françaises depuis les lois du 24 juillet 1867 et du 1^{er} décembre 1893. De même ces actions ne peuvent jamais être libérées de moins du quart, avec un minimum de 25 francs, même lorsqu'elles sont inférieures à 100 francs.

De tout ce qui précède, il résulte qu'à l'heure actuelle les fonds d'Etat français et étrangers ont un droit acquis à la cote en France ; seulement dans la pratique, nous le verrons, l'inscription à la cote des fonds d'Etat étrangers est soumise à une procédure spéciale qu'aucun acte législatif n'a prévue ni établie.

Quant aux autres valeurs, il faut distinguer entre les françaises et les étrangères.

Pour les premières, la cote officielle ne leur est accordée que tout autant que la Chambre syndicale les y admet, en se basant sur l'unique considération de l'importance de leurs transactions.

Les secondes peuvent aussi être admises à la cote officielle, mais seulement dans les conditions que nous allons maintenant préciser.

CHAPITRE II

DES CONDITIONS ET DES FORMALITÉS POUR L'ADMISSION A LA COTE OFFICIELLE

Les législations des différents pays établissent des modalités différentes quant aux conditions et aux formes de l'inscription des valeurs à la cote officielle.

A ce point de vue, elles peuvent être rangées en deux catégories : celles qui consacrent à des degrés divers le régime de la liberté, et celles au contraire qui instituent le régime de la réglementation.

Dans la première figurent la Belgique, l'Espagne, l'Italie, la Hollande, l'Angleterre, et dans la seconde la France, l'Allemagne et le Portugal. Nous renvoyons à la fin de notre étude, dans le chapitre de la législation comparée, tout ce qui concerne, au point de vue de l'admission à la cote, les législations étrangères. Nous bornerons pour le moment nos explications à la France.

Nous allons assister dans ce chapitre, à propos de l'admission à la cote officielle, à l'intervention de plusieurs autorités. Ce sont : la Chambre syndicale des

agents de change, le ministre des finances et le ministre des affaires étrangères. Il est inutile de rappeler ce que sont le ministre des finances et le ministre des affaires étrangères, mais il est nécessaire de dire quelques mots de la Chambre syndicale dont le rôle en cette matière est extrêmement important.

La Chambre syndicale qui trouve son origine dans un règlement donné par le roi aux agents de change de la ville de Paris, le 5 septembre 1784, a été réorganisée par le décret du 7 octobre 1790. Sa composition fut alors fixée à 7 membres, 1 syndic et 6 adjoints ; elle a été élevée depuis à 9 en 1898, lorsqu'il fut décidé, lors de la réorganisation du marché financier, et comme conséquence de l'augmentation du nombre des agents de change, qu'il y aurait 8 adjoints au lieu de 6. Dans les Chambres syndicales de province, le nombre des adjoints varie avec l'importance des parquets.

Les membres de la Chambre syndicale sont élus pour un an à la majorité des suffrages et au scrutin secret, par la Compagnie réunie en assemblée générale.

Les réunions de la Chambre syndicale ont lieu chaque fois que le syndic le requiert ou que quatre adjoints lui en adressent la demande.

Ses attributions sont réglées par l'article 21 du décret du 7 octobre 1890. Elles sont d'après ce texte :

1^o De prononcer ou de provoquer, suivant les cas,

l'application des mesures disciplinaires prévues à l'article 23 ;

2^o De prévenir ou concilier tous les différends que les agents de change peuvent avoir à raison de leurs fonctions, soit entre eux, soit avec des tiers, et d'émettre, s'il y a lieu, son avis en cas de non-conciliation ;

3^o De représenter collectivement tous les membres de la Compagnie pour faire valoir leurs droits, privilèges et intérêts communs, et d'administrer la Caisse commune, prévue à l'article 26.

Mais en réalité elles sont beaucoup plus nombreuses et l'on peut citer, parmi les plus importantes, le contrôle du fonctionnement intérieur des charges, l'autorisation donnée au syndic d'ester en justice, d'acquérir ou d'aliéner les valeurs immobilières, de déterminer le taux minimum des courtages, dans la limite du maximum fixé par décret sur sa proposition, d'admettre et de présenter au ministre des candidats aux fonctions d'agents de change, de décider, et ici nous touchons à notre sujet même, l'admission d'une valeur à la cote ou sa radiation.

Après avoir ainsi indiqué en quelques mots ce qu'est la Chambre syndicale, nous allons examiner en deux sections dans quelles conditions se fait l'admission à la cote d'abord pour les fonds d'Etat, puis pour les valeurs autres que les fonds d'Etat.

SECTION I. — Fonds d'Etat

Nous trouverons des règles différentes en ce qui concerne les fonds d'Etat français et les fonds d'Etat étrangers :

§ 1. — Fonds d'Etat français.

Pour les fonds d'Etat français, aucune difficulté ne se présente. Ils jouissent d'une situation privilégiée dans ce sens qu'ils sont admis obligatoirement aux négociations officielles. C'était la solution qui était déjà consacrée par les articles 3 et 4 de l'arrêt du Conseil du 7 août 1785 et que l'article 80 du décret du 7 octobre 1890 vient confirmer, en y ajoutant cette disposition que ces fonds d'Etat seront portés de droit à la première partie de la cote. Donc ici la Chambre syndicale ne jouit d'aucune faculté d'appréciation ; son rôle est purement passif, et en inscrivant les fonds d'Etat français à la cote elle ne fait qu'obéir à la loi.

§ 2. — Fonds d'Etat étrangers.

Quant aux fonds d'Etat étrangers, la cote leur est ouverte par l'ordonnance royale du 12 novembre 1823 qui s'exprime ainsi :

« A l'avenir, les effets publics des gouvernements

étrangers seront cotés sur le cours authentique de la Bourse de Paris » (1).

En exécution de cette ordonnance, les agents de change ne devraient avoir besoin, pour coter les fonds d'Etat étrangers, que de s'assurer de leur existence réelle dans leur pays d'origine. Une fois cette justification faite, il semble que, d'après le texte même que nous venons de citer, le droit à la cote soit indiscutable pour ces valeurs, et cependant dans la pratique, il n'en est pas ainsi. On admet que la Chambre syndicale doit toujours prononcer formellement l'admission à la cote des fonds d'Etat étrangers. Cette exigence, contraire aux textes, s'explique par des considérations spéciales.

Quelles sont ces considérations ?

Le marché de Paris est un des plus actifs du monde ; il en est peu où les affaires atteignent une telle amplitude, et l'on comprend dans ces conditions que les valeurs de toute nature cherchent à être admises à sa cote, mais pour peu que l'on réfléchisse on aperçoit les

(1) Bien qu'il ne soit question dans cette ordonnance que de la Bourse de Paris, on a toujours admis qu'elle lève, pour toute la France, l'interdit de l'article 4 de l'arrêté du conseil du 7 août 1785, qu'elle abroge, du reste, formellement. Le fait seul de cette abrogation fait disparaître pour toutes les Bourses françaises la défense édictée par cet arrêt. Il eût été désirable cependant de rappeler dans le décret du 7 octobre 1890, que l'ordonnance du 12 novembre 1823 est applicable aux Bourses des départements (Waldmann, *op. cit.*, p. 567).

dangers qu'il peut y avoir pour notre Bourse à se montrer trop généreuse ou trop rigoureuse pour certaines d'entre elles. A cet égard les fonds d'Etat étrangers sont dans une situation particulièrement délicate parce qu'elle touche à la question politique. Les inscrire à la cote peut être regardé comme une avance que leur fait le gouvernement français, et les circonstances ne sont peut-être pas favorables à une telle attitude ; repousser leur demande d'admission ou les rayer de la cote, risque, par contre, de constituer une mesure maladroite au cas où les relations entre la France et le pays étranger qui les a émis sont bonnes. Le mieux dans ces conditions est de faire preuve de prudence et de sonder le terrain avant de prendre une décision définitive qui pourrait avoir des conséquences de la plus haute gravité.

C'est bien ainsi que les choses se passent chez nous, et pour aplanir les difficultés, pour éviter les chocs on a recours à l'intervention de la diplomatie. Voici la façon dont on procède :

La Chambre syndicale juge sur les mêmes pièces, les mêmes documents, les mêmes justifications que s'il s'agissait de valeurs étrangères n'ayant pas le caractère de fonds d'Etat, puis, elle saisit de la question le ministre des finances qui l'examine au point de vue fiscal, et celui-ci communique toujours le dossier à son collègue des affaires étrangères en raison des répercus-

sions politiques que la décision à prendre peut entraîner ; ce ne sera que dans le cas d'un accord complet entre les deux départements que la Chambre syndicale pourra accueillir la demande qui lui est soumise. Nous aurons l'occasion de revenir longuement sur l'intervention du ministre des finances et du ministre des affaires étrangères dans ces questions d'admission à la cote ; demandons-nous seulement pour le moment, si la procédure que nous venons d'exposer peut se justifier.

Il ne saurait y avoir à cet égard aucun doute. L'intervention de la Chambre syndicale, du ministre des finances et du ministre des affaires étrangères s'explique parfaitement par des raisons d'opportunité et surtout de haute politique, seulement il faut bien reconnaître qu'elle est en opposition avec l'ordonnance de 1823, visée par le décret du 7 octobre 1890, dont l'article 81 rappelle en outre « qu'il n'est pas dérogé aux règlements actuels, en ce qui concerne les valeurs étrangères ».

Sur quels arguments s'appuient donc le ministre des finances et la Chambre syndicale ?

Tout d'abord sur la lettre ministérielle du 12 novembre 1825, puis sur le décret du 6 février 1880 et la circulaire ministérielle du 12 du même mois, bien que le premier de ces documents soit étranger à la question d'admission à la cote, et que les derniers ne

concernent que les valeurs autres que les fonds d'Etat.

La lettre du ministre des finances du 12 novembre 1825, nous l'avons vu, fait part aux syndics des agents de change de Paris du désir exprimé par le gouvernement espagnol, de voir coter les Consolidés d'Espagne à la Bourse de Paris. Après avoir rappelé qu'il n'y a rien là de contraire à l'ordonnance du 12 novembre 1823, le ministre ajoute : « Je vous autorise, en conséquence, et conformément à la dite ordonnance, à coter ces effets dans le *Bulletin officiel de la Bourse* de Paris, toutes les fois qu'ils donneront lieu à des opérations faites avec concurrence et publicité et en assez grand nombre pour produire un cours véritable et tel que le public ne puisse être induit en erreur sur leur valeur réelle, précaution que vous devrez également prendre pour tous les autres effets avant de les coter officiellement. »

On a souvent écrit que cette lettre avait pour objet de fixer l'une des conditions de l'admission à la cote des fonds d'Etat étrangers et de toutes les valeurs en général. On a dit aussi — notamment à la Chambre syndicale de Paris — que ce document prescrivait de n'admettre les valeurs à la cote que lorsqu'elles ont donné lieu à des négociations suffisamment importantes pour justifier cette admission.

M. Waldmann a très justement réfuté cette opi-

nion (1). Dans la lettre invoquée, le ministre entend parler du cours et non de l'admission à la cote, puisqu'il ne fait allusion qu'à une seule valeur : les valeurs Consolidées d'Espagne, et que, d'autre part, il autorise la Chambre syndicale à les coter *toutes les fois* qu'elles donneront lieu à des négociations réelles. Puisque le ministre suppose la même valeur cotée plusieurs fois, c'est qu'évidemment, il prend l'expression *coter* dans le sens d'*inscrire au cours* (seul sens qu'elle eut d'ailleurs à cette époque) et non pas d'admettre à la cote ; car une même valeur ne peut être admise qu'une seule fois à la cote, tandis que son cours peut être coté toutes les fois qu'elle est l'objet d'une négociation. Il faut en conclure que la lettre ministérielle en question n'a eu nullement pour objet de réglementer l'admission à la cote et que la procédure actuellement suivie était encore inconnue en 1825. A cette époque, toute valeur non prohibée pouvait donner lieu à la constatation d'un cours officiel, sous la seule réserve de la sincérité de la négociation qui en était le motif, sincérité que la Chambre syndicale ou ses délégués avaient le devoir de contrôler.

(1) Waldmann, *op. cit.*, p. 570 et 594.

SECTION II. — Valeurs autres que les fonds d'Etat.

Nous venons de voir que le rôle de la Chambre syndicale est négatif dans le cas d'admission à la cote des fonds français, puisque ces fonds sont inscrits de plein droit à la cote officielle, et secondaire lorsqu'il s'agit de l'admission des fonds étrangers. Ce rôle va devenir autrement important pour les valeurs émises par les établissements publics, provinces, départements, villes, corporations, ou par les compagnies commerciales ou industrielles, et dans ce domaine bien qu'il faille tenir compte de l'intervention des ministres des finances et des affaires étrangères, il n'est pas exagéré d'affirmer que la Chambre syndicale possède des pouvoirs considérables, que quelques-uns affirment même excessifs.

D'où les tire-t-elle ?

Il n'est nullement question dans le code de commerce d'un droit spécial pour les agents de change d'admettre les valeurs à la cote avant de les coter effectivement. Le seul droit qui leur est reconnu est celui d'en constater le cours. D'autre part, ce même code ne fait pas davantage allusion à un droit quelconque appartenant en cette matière à la Chambre syndicale. La raison de ce silence est facile à comprendre. Du moment que les agents de change avaient le droit de coter toute valeur négociée par eux, réserve faite

de valeurs étrangères, il n'y avait aucun motif d'introduire une procédure d'admission à la cote. D'ailleurs il faut observer que ce droit des agents de change s'exerçait, en ce qui concerne la sincérité du cours coté, sous le contrôle de la Chambre syndicale et de ses délégués.

Trouverons-nous du moins dans les règlements de la compagnie des agents de change quelque allusion à une procédure d'admission à la cote ? En aucune façon. Le plus ancien de ces règlements s'appliquant à Paris ne le mentionne pas, et on doit en dire autant des règlements des 12, 16 et 19 novembre 1832. C'est une preuve manifeste qu'il n'existait aucun droit de cette sorte au profit de la Chambre syndicale. Même silence dans les règlements des compagnies d'agents de change des autres villes de France.

Il faut attendre jusqu'en 1870 pour voir formuler par un texte officiel le droit pour la Chambre syndicale de se prononcer sur l'admission des valeurs à la cote. Et encore ce texte — le règlement du 9 mai 1870 — est-il spécial à Paris. Ce sont les articles 155 et 156 qui traitent de la question :

« ART. 155. — La Chambre syndicale, sous l'autorité du ministre des finances, a tout pouvoir pour accorder, refuser, suspendre ou interdire la négociation d'une valeur autre que les fonds d'Etat français, à la Bourse de Paris, soit au comptant, soit à terme.

« Elle se fait remettre à cet effet, toutes les pièces, justifications et renseignements qu'elle juge nécessaires.

« ART. 156.¹ — Lorsqu'il est reconnu par la Chambre syndicale que la cote d'une valeur est commandée par l'intérêt général, elle peut, d'office, prononcer son admission au comptant et à terme.

« Elle peut refuser la radiation d'une valeur déjà inscrite à la cote ».

Ces textes sont très affirmatifs, seulement il faut remarquer qu'ils sont contenus dans un simple règlement d'agents de change, applicable à la seule Bourse de Paris, et qu'ils n'ont donc aucune autorité légale.

Il était réservé au décret du 7 octobre 1890 qui constitue, lui, un véritable document législatif, d'instituer en faveur de la Chambre syndicale un droit certain en matière d'inscription à la cote. L'article 80 de ce décret est ainsi conçu :

« Dans les Bourses pourvues d'un parquet, le bulletin de la cote comporte une partie permanente dite « officielle », comprenant les valeurs qui ont été préalablement reconnues par la Chambre syndicale donner lieu ou pouvoir donner lieu sur place à un nombre suffisant de transactions. Les fonds d'Etat français y sont portés de droit.

« Les valeurs non comprises dans cette partie offi-

cielle figurent à la seconde partie du bulletin de la cote.

Les règlements prévus à l'article 82 décident si ces deux parties seront publiées séparément ou donneront lieu à une publication unique ».

Ces expressions « valeurs qui ont été préalablement reconnues par la Chambre syndicale donner lieu au pouvoir donner lieu sur place à un nombre suffisant de transactions » indiquent bien qu'il existe un véritable pouvoir d'admission à la cote au profit de la Chambre syndicale, seulement ce pouvoir qui a un caractère exclusif et sans appel ne concerne que la première partie du bulletin, et l'agent de change conserve le droit d'exercer dans la seconde partie du bulletin de la cote le droit d'inscription que lui donne l'article 76 du code de commerce.

De quelles considérations s'inspirera la Chambre syndicale pour admettre une valeur à la cote ? Le règlement intérieur des agents de change de Paris, pris en conformité du décret du 7 octobre 1890, pose à ce sujet, dans son article 135, une règle générale qui donne à cette chambre un pouvoir d'appréciation sans limites : « Lorsqu'il est reconnu par la Chambre syndicale que la cote d'une valeur est commandée par l'intérêt général, elle peut, d'office, prononcer son admission au comptant et à terme. Elle peut refuser la radiation d'une valeur déjà inscrite à la cote officielle. »

Maintenant, quand *l'intérêt général* sera-t-il en jeu ? Si l'on se reporte à l'article 80 du décret du 7 octobre 1890, il semble que ce soit lorsque les valeurs donneront lieu sur place à un nombre suffisant de transactions. C'est bien ainsi, à nos yeux, qu'il faut entendre ces mots « intérêt général », et par conséquent la Chambre syndicale n'a pas à se laisser influencer dans sa décision par d'autres considérations que celle-là, par exemple par des considérations d'ordre politique. Ce sera pour ces dernières l'affaire des ministres des finances et des affaires étrangères ; ce ne sera pas la sienne.

Les droits de la Chambre syndicale étant ainsi nettement dégagés, demandons-nous comment elle sera saisie de la question d'admission à la cote. Le plus souvent elle le sera par les intéressés eux-mêmes ; rien n'empêche, pourtant, qu'elle agisse d'office, mais le cas sera rare. Une fois le dossier de l'affaire complété par la production des pièces et les résultats des enquêtes et des vérifications, elle devra apprécier en conscience si la valeur en instance de réception réunit les conditions économiques, juridiques et financières exigées.

Examinons rapidement ces conditions :

§ 1. — Conditions économiques.

Du moment que la négociation de la nouvelle valeur va être réservée exclusivement aux agents de change, il est naturel que la Chambre syndicale s'assure que cette valeur se présente comme sérieuse au point de vue économique, et que ses titres font l'objet d'une circulation suffisante pour donner lieu à un cours. Elle doit s'attacher aussi à l'examen de son caractère moral; ce faisant, elle s'inspirera des sages conseils donnés par M. de Villèle, au Syndicat des agents de change de Paris dans sa lettre précitée du 12 novembre 1825.

Pour satisfaire à cette prescription, la Chambre syndicale exige la production du dernier bilan et compte rendu d'assemblée générale s'il y en a eu. La Société doit également prendre l'engagement de fournir le compte rendu de chacune des assemblées générales que pourra tenir la Société. Ces documents devront être rédigés en français alors même qu'il s'agirait de sociétés étrangères. En outre, le décret du 6 février 1880 exige que la valeur soit cotée officiellement dans son pays d'origine, à moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par le certificat délivré par l'autorité consulaire.

§ 2. — Conditions juridiques.

Il importe à ce point de vue de faire une distinction entre les valeurs françaises et les valeurs étrangères :

Valeurs françaises

Les documents exigés varient selon qu'il s'agit d'actions ou d'obligations.

1^o Pour les actions, ces documents consistent en :
a) deux exemplaires des statuts en y ajoutant les pièces relatives à la constitution de la Société ; *b)* une expédition notariée de l'acte de déclaration de souscription de capital et de versement effectué sur les actions, avec la liste des souscripteurs y annexée ; *c)* les procès-verbaux d'assemblée générale constitutive ; *d)* l'exemplaire imprimé du rapport du commissaire, chargé de vérifier les apports ; *e)* s'il y a lieu, enfin, les pièces de publications légales, l'exemplaire du journal d'annonces légales mentionnant cette publication.

2^o Pour les obligations, les documents sont moins nombreux. Ce sont : *a)* une copie certifiée et signée des procès-verbaux de l'assemblée ou de la délibération du Conseil d'administration qui a autorisé la création des obligations ; *b)* un exemplaire du pros-

pectus d'émission et la liste certifiée et signée des souscripteurs.

3^o Enfin pour les emprunts émis par un département, une ville, un établissement public français, on exigera la production des pièces officielles relatives à l'émission.

Valeurs étrangères

Nous savons qu'il faut faire une distinction entre la simple négociation des valeurs étrangères et leur admission à la cote, la première de ces formalités étant du ressort du gouvernement et la seconde du ressort des Chambres syndicales.

Nous ne reviendrons pas sur la question de la négociation que nous avons déjà traitée. Observons seulement que l'admissibilité générale de la valeur à la négociation en France est une condition préalable nécessaire à l'admission à la cote. Il sera par conséquent du devoir de la Chambre syndicale de s'assurer de l'agrément par le ministre des finances du représentant responsable de l'acquittement des droits dus au trésor, représentant qui peut, du reste, comme nous l'avons vu, être remplacé, sous certaines conditions, par un cautionnement.

Le décret du 6 février 1880, art. 2, modifié par le décret du 10 août 1896, oblige, en outre, les Cham-

bres syndicales à se faire remettre les pièces ou justifications suivantes :

1^o Les actes publics ou privés, statuts, cahiers des charges, etc., en vertu desquels cette valeur a été créée dans son lieu d'origine;

2^o La certification par l'autorité consulaire établie en France que ces actes sont conformes aux lois et usages de leur pays d'origine et que la valeur est officiellement cotée dans le dit pays, à moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par le certificat.

L'article 3 de ce même décret leur permet d'ailleurs de demander toutes autres pièces justificatives et renseignements qu'elle juge nécessaires.

A ce sujet une difficulté s'élève. D'après le décret de 1880, le certificat constatant que les actes produits sont conformes aux lois et usages de leur pays d'origine et que la valeur est officiellement cotée dans le dit pays doit être délivré par l'autorité consulaire étrangère établie en France. Qu'arrive-t-il le plus souvent ? C'est que le consul étranger refuse de délivrer le certificat en question sous prétexte qu'il n'a pas qualité pour le faire et engage la société requérante à s'adresser aux autorités de son siège social, hommes de loi pour affirmer la légalité des actes produits et au représentant des intermédiaires de Bourse pour certifier l'inscription de la valeur à la Bourse.

Or les Chambres syndicales, tenues de respecter les prescriptions du décret de 1880, n'attachent aucune valeur au certificat délivré par ces dernières autorités.

Après avoir fait remarquer avec l'autorité qui s'attache à ses ouvrages les inconvénients de cette situation, M. Waldmann ajoute : « Il y a là quelque chose à réformer, car les consuls ne consentent, à force d'instance, à donner le certificat demandé, que sous une forme aussi peu concluante que possible, de sorte que cette formalité, toute hérissée qu'elle est de difficultés et de lenteurs, n'a souvent presque pas de valeur au fond et n'atteint pas, par conséquent, le but principal recherché par le décret de 1880. Il en serait autrement si les sociétés pouvaient présenter des certifications émanant des personnes ou des autorités ayant réellement qualité et compétence pour les donner, notaires, jurisconsultes, agents de change ou banquiers du domicile de la société. Celles-là auraient une valeur réelle et donneraient les garanties recherchées. Il est fâcheux qu'on ait remanié, par deux fois, le décret du 6 février 1880, sans l'amender sur ce point » (1).

D'ailleurs, quelle que soit la nature de la valeur pour laquelle est sollicitée l'admission, il sera toujours indispensable, et cela sans distinguer entre les valeurs françaises et les valeurs étrangères, d'indiquer le taux

(1) Waldmann, *op. cit.*, p. 577 et 578.

d'émission et l'état actuel de la libération des titres. De même, sera obligatoire la production d'un exemplaire légalisé du *Bulletin annexe du Journal officiel*, justificatif des insertions prévues à l'article 3 de la loi des finances du 30 janvier 1907 (1).

C'est seulement dans ces conditions que la Chambre syndicale, renseignée d'une façon complète, pourra prononcer une décision en toute connaissance de cause et en toute indépendance.

§ 3. — Conditions financières

Ces conditions consistent dans l'obligation pour les sociétés ou établissements qui sollicitent leur admission à la cote de remettre à la Chambre syndicale un spécimen des titres émis, provisoires ou définitifs, avec l'indication des coupures, s'il y en a, et, dans ce cas, les numéros afférents à chacune d'elles.

Ces sociétés ou établissements sont, en outre, tenus d'indiquer les époques de jouissance et de la jouissance courante, et de prendre l'engagement :

1^o D'adhérer à la formule d'acceptation de transfert

(1) Afin de permettre à la Chambre syndicale d'exercer son contrôle d'une manière permanente, l'établissement qui sollicite l'admission d'une valeur doit prendre l'engagement de la tenir au courant de toutes les modifications qui pourraient être apportées au fonctionnement de la société.

spéciale aux agents de change, pour les actions nominatives françaises ;

2^o De procéder, sur simple demande, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans la livraison ;

3^o De fournir à la Chambre syndicale, pour les valeurs qui s'amortissent par voie de tirage au sort, deux cents listes de chaque tirage ;

4^o D'avoir à Paris, si le siège social n'est pas dans cette ville, une caisse chargée du service des titres et des coupons, pendant toute la durée de la société.

Nous croyons pouvoir résumer en quelques lignes les attributions de la Chambre syndicale en matière d'admission des valeurs à la cote.

La Chambre syndicale possède aujourd'hui d'une façon incontestable le droit de se prononcer sur cette admission, et cela pour toutes les valeurs, à l'exception, nous l'avons vu, des fonds d'Etat français. Ses pouvoirs ne sont, cependant, pas les mêmes pour les valeurs françaises et pour les valeurs étrangères. Pour les premières sa décision, qu'elle soit dans le sens de l'admission, du refus d'admission, ou du retrait de la cote, est définitive. Elle sera aussi définitive pour les secondes, mais seulement lorsqu'il s'agit de refus d'admission ou de retrait. Au contraire la déclaration d'admission de ces valeurs devra attendre l'approbation du

ministre des finances et quelquefois du ministre des affaires étrangères.

C'est précisément ce rôle du ministre des finances et du ministre des affaires étrangères qu'il nous faut maintenant étudier.

CHAPITRE III

DU ROLE DU MINISTRE DES FINANCES ET DU MINISTRE DES AFFAIRES ÉTRANGÈRES, EN CE QUI CONCERNE L'ADMISSION A LA COTE DES VALEURS.

L'accomplissement des conditions et formalités que nous venons de décrire ne suffit pas à entraîner de droit l'admission des valeurs à la cote. Celle-ci doit, en outre, être formellement prononcée dans des conditions qui nous restent maintenant à examiner et qui varient suivant qu'il s'agit de valeurs françaises ou de valeurs étrangères.

SECTION I. — Valeurs françaises

Il n'y a pas grand chose à dire, relativement aux valeurs françaises. Nous avons déjà vu que les fonds d'Etat français sont portés de droit dans la partie officielle du bulletin de la cote, publié par les soins de la Chambre syndicale. Dans cette même partie, on comprend les valeurs qui ont été préalablement reconnues par la Chambre syndicale comme donnant lieu

ou pouvant donner lieu sur la place à un nombre suffisant de transactions.

Dans une seconde partie du bulletin de la cote qui, selon les villes, est ou non publiée séparément, figurent les autres valeurs (décret du 7 octobre 1890, article 80, § 2) (1).

Il va de soi que la Chambre syndicale ne doit admettre dans le bulletin de la cote que les valeurs mobilières à la négociabilité desquelles il n'y a pas un obstacle légal, mais à part cela, elle jouit d'une liberté illimitée pour prononcer, refuser, suspendre, supprimer l'admission des valeurs mobilières françaises à la cote (2).

La Chambre syndicale, nous allons le voir, est loin d'avoir des pouvoirs aussi étendus pour l'admission à la cote des valeurs étrangères.

SECTION II. — Valeurs étrangères

L'admission à la cote officielle de la Bourse d'un Etat des valeurs émises par un Etat étranger peut être envisagée à un double point de vue : celui des relations

(1) « Les valeurs non comprises dans cette partie officielle, figurent à la seconde partie du bulletin de la cote. Les règlements prévus à l'article 82 décident si ces deux parties seront publiées séparément ou donneront lieu à une publication unique ».

(2) Pour plus de détails, voir Waldmann, *op. cit.*, n° 440 et suiv.

internationales et celui de l'intérêt financier du marché.

Si certains gouvernements se sont désintéressés de toute action sur le mode de fonctionnement de leur Bourse et sur les valeurs qui y sont officiellement cotées, il en est d'autres, au contraire, qui se sont réservé un pouvoir plus ou moins étendu d'appréciation. Telle est la situation en France. Deux autorités y concourent à l'admission à la cote :

L'une, la Chambre syndicale, doit se préoccuper des conditions du marché financier et des avantages ou des inconvénients que peut, à cet égard, présenter l'introduction sur ce marché, à tel ou tel moment, de telle ou telle valeur étrangère.

L'autre, le gouvernement, entend rester seul juge du point de savoir si cette admission est en rapport avec l'état des relations diplomatiques des deux nations et si elle n'est pas susceptible de le gêner, dans le cas où il pourrait, de son côté, avoir besoin de faire appel au crédit (1-2).

(1) V. à ce sujet un article de M. Sayous dans le *Bulletin de la Fédération des industriels et des commerçants français*, de 1912, p. 233 et suiv.

(2) Pour montrer l'intérêt que peut avoir le gouvernement en cette matière, nous ne croyons pouvoir mieux faire que de citer les paroles éloquentes prononcées par M. Poincaré, alors président du Conseil, dans son discours de Nantes du 27 octobre 1912 : « L'orage qui grondait depuis quelque temps vient d'éclater à la fois

D'après le décret du 6 février 1880 (1), c'est la Chambre syndicale des agents de change qui, dans chaque Bourse, accorde, refuse, suspend ou interdit les négociations des valeurs étrangères (article 1). Mais, le ministre des finances, ajoute l'article 5, peut toujours interdire la négociation en France d'une valeur étrangère.

Il semble bien résulter de ces dispositions que le ministre n'a point à intervenir lors de la décision sur l'admission à la cote officielle, et que celle-ci doit recevoir son exécution, sauf le droit pour le ministre de prononcer son interdiction. Mais ce n'est pas ainsi que le gouvernement interprète le décret du 6 février 1880.

sur plusieurs points de la péninsule des Balkans ; des lueurs fugitives nous en avaient révélé l'approche et, lorsque le gouvernement bulgare, nous donnant, à la Russie et à nous, les assurances les plus pacifiques, avait sollicité, il y a déjà plus de six mois, l'ouverture de notre marché, nous avons craint qu'il ne se fit lui-même des illusions sur la durée d'un calme que les moindres incidents pouvaient troubler : et fidèles à l'engagement que nous avons pris devant les Chambres de réserver les ressources financières de la France aux entreprises qui servent la politique française, nous avons prudemment ajourné une opération qui, au lieu d'être consacrée au maintien de la paix, aurait risqué de faciliter encore la préparation de la guerre ».

(1) Les règles relatives à l'admission à la cote des valeurs étrangères sont renfermées dans le décret du 6 février 1880, maintenues en vigueur par le décret de 1890, et modifiées par un décret du 1^{er} décembre 1893.

Il considère que le ministre des finances a un droit d'autorisation, et que, sans cette autorisation, les titres étrangers ne peuvent être cotés officiellement.

« L'admission à la cote officielle des fonds publics des gouvernements étrangers, porte la circulaire du 12 août 1873, reste régie par l'ordonnance royale du 12 novembre 1823, contresignée par M. de Villèle, ordonnance dont le commentaire et l'application se trouvent consignés dans une lettre adressée, le 12 novembre 1825, par ce même ministre à M. le syndic des agents de change. Aujourd'hui, comme alors, il est nécessaire que le ministre des finances et le ministre des affaires étrangères soient mis à même d'apprécier, l'un au point de vue de l'intérêt du Trésor, l'autre au point de vue de l'intérêt politique, s'ils n'ont point de motifs de s'opposer à l'inscription sur la cote officielle des fonds publics étrangers, dont la Chambre syndicale, au point de vue de l'intérêt public, aurait jugé la négociation utile et opportune ».

Postérieurement au décret de 1880, une circulaire du 12 février de la même année a consacré la même règle :

« Il ne vous échappe pas, dit cette circulaire, que ce décret ne concerne que les valeurs émanant des sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes et provinces étrangères et de tous autres établissements étrangers, rien n'est changé aux lois et aux règlements

actuels applicables aux valeurs françaises, quelles qu'elles soient, et aux fonds d'Etat étrangers (1).

Dans une lettre adressée le 12 février 1880 par M. Magnin, ministre des finances, au syndic de la Compagnie des agents de change de Paris, il est dit :

« Toutes les fois qu'une Chambre syndicale d'agents de change aura cru pouvoir admettre en principe à la cote une valeur étrangère, elle devra aussitôt en donner avis au ministre des finances, et ainsi que cela se pratique d'ailleurs depuis plusieurs années, elle ne pourra faire procéder à l'inscription au *Bulletin officiel*, et autoriser la négociation de cette valeur à son parquet, avant d'avoir reçu du ministre une autorisation expresse et écrite (2).

(1) L'article 80 du décret du 7 octobre 1890 dispose d'ailleurs qu'il n'est pas dérogé aux règlements actuels en ce qui concerne les valeurs étrangères.

(2) Pendant longtemps, des valeurs de sociétés étrangères appartenant à certains pays, étaient admises de plein droit à la cote officielle dans les Bourses françaises.

L'ancien traité de commerce franco-belge de 1861 stipulait que les titres émis notamment « par les sociétés anonymes de Belgique et cotés à la Bourse de Bruxelles, seront admis à la cote officielle des Bourses de France ». Cette disposition avait été étendue aux pays avec lesquels la France avait conclu des traités contenant la clause de la nation la plus favorisée.

Depuis le renouvellement du traité de 1861, on a eu soin d'écarter la stipulation dont il s'agit. Il est bon, disent MM. Lyon-Caen et Renault, qu'en cette matière les Chambres syndicales ne soient pas liées et puissent faire varier leurs décisions selon les

Tous les textes que nous venons de rappeler établissent clairement les obligations, droits et responsabilités de chacun. La séparation est nettement faite entre tous les pouvoirs :

circonstances (*Traité de droit commercial*, 4^e édition, pages 559-560, n° 1148).

La circulaire ministérielle du 12 février 1880, après avoir rappelé la nécessité de l'autorisation du ministre des finances, ajoute :

« Je ne vois d'ailleurs aucun inconvénient à ce que des valeurs étrangères admises avec mon autorisation à la cote officielle de la Bourse de Paris ou de toute autre, soient ensuite admises *sans une nouvelle instruction*, aux négociations d'un autre parquet ».

Conformément à cette autorisation, la plupart des parquets des départements, celui de Lyon, notamment, ouvrirent leur cote sans aucune instruction nouvelle, sans même aucune délibération de la Chambre syndicale, à toutes les valeurs admises à la cote d'un autre parquet et tout particulièrement de celui de Paris.

La Chambre syndicale de Paris n'admet pas la réciproque, et pourtant, d'après les termes de la circulaire ministérielle, si une valeur étrangère a été admise à la cote d'une Bourse quelconque de France, l'autorisation se trouve donnée pour toute autre Bourse, sans nécessité d'une nouvelle instruction. Il en résulte qu'une valeur étrangère étant cotée à la Bourse de Lyon, tout agent de Paris aurait le droit de forcer l'inscription à la cote de Paris d'une négociation faite par lui sur cette valeur, puisqu'aucune instruction nouvelle n'est nécessaire et que c'est seulement dans cette instruction que la Chambre syndicale a un rôle à jouer.

Pratiquement, du reste, la question ne présente qu'un intérêt, très relatif, les valeurs inscrites à la cote seulement des Bourses de province étant très peu nombreuses. On n'en compte pas une seule pour l'année 1911 (*Bulletin de statistique et de législation comparée*, 1911, p. 337 et suiv.).

Les banquiers émettent sous leur responsabilité ;

La Chambre syndicale des agents de change juge si les opérations avec concurrence de publicité sont en assez grand nombre pour produire un cours véritable tel que le public ne puisse être induit en erreur sur leur valeur réelle ;

Le ministre des finances apprécie si les intérêts du trésor sont sauvegardés ;

Enfin, le ministre des affaires étrangères examine si aucune considération politique ne s'oppose à l'admission. Son rôle se borne, d'abord, à faire savoir à M. le ministre des finances s'il a des objections d'ordre politique ou diplomatique à opposer à l'admission à la cote de l'emprunt, et, ensuite, à lui transmettre les informations d'ordre financier qu'il a reçues de ses agents sur les conditions dans lesquelles l'affaire se présente (1).

(1) Voir à ce sujet la déclaration de M. Pichon, ministre des affaires étrangères, à la séance de la Chambre du 13 janvier 1911. Nous croyons intéressant de reproduire, à raison de leur importance, les termes mêmes de ce passage : « Lorsqu'une demande d'emprunt avec admission à la cote est faite à la France, le rôle du ministre des affaires étrangères se borne d'abord à faire savoir à M. le ministre des finances s'il a des objections d'ordre politique ou diplomatique à opposer à l'admission à la cote de l'emprunt, et ensuite à lui transmettre les informations d'ordre financier qu'il a reçues de ses agents sur les conditions dans lesquelles l'affaire se présente. Le ministre des affaires étrangères ne fait pas autre chose ; il n'est pas appelé à émettre une opinion

Mais le ministre des affaires étrangères ne fait pas autre chose ; il n'est pas appelé à émettre une opinion sur les conditions financières de l'affaire, car il n'a pour cela ni la compétence, ni l'autorité nécessaires ; c'est le ministre des finances qui apprécie.

Le pouvoir du ministre des finances d'admettre les valeurs étrangères à la cote officielle a été exercé récemment dans quatre circonstances mémorables qui font bien apparaître la valeur de ce pouvoir et l'usage qui peut en être fait :

- 1^o Emprunt hongrois ;
- 2^o Emprunt ottoman ;
- 3^o Emprunt du Paraguay ;
- 4^o Emprunt du Crédit foncier cubain.

Ce sont là des précédents qu'il convient de relever avec soin pour l'étude de cette question.

sur les conditions financières de l'affaire, parce qu'il n'a pour cela ni la compétence, ni l'autorité nécessaires ; c'est le ministre des finances qui apprécie. La responsabilité du ministre des affaires étrangères se trouve donc limitée aux points très précis que je viens d'indiquer, et c'est au ministre des finances qu'il appartient de juger, d'après les informations qu'il possède et celles qu'il reçoit par l'intermédiaire des agents du ministère des affaires étrangères, si l'Etat local ou fédéral donne des garanties suffisantes, dans le présent et dans l'avenir, pour que l'admission à la cote soit autorisée (Ch. des dép., Déb. parl., séance du 13 janvier 1911, p. 31).



1^o *Emprunt hongrois.*

Le 30 juillet 1910, le gouvernement hongrois était autorisé, par la Chambre des députés de Budapest, à contracter un emprunt de 560 millions de couronnes.

Le projet de loi déposé à ce sujet spécifiait de la façon suivante la destination des fonds :

215 millions affectés au remboursement des bons du trésor 4 1/2 %, émis en janvier 1909 et venant à échéance fin 1910 ;

265 millions prélevés pour la reconstitution de l'encaisse du trésor ;

71 millions destinés au paiement de dépenses déjà engagées ;

9 millions consacrés à la réfection matérielle des chemins de fer.

En réalité, une grande partie de l'emprunt (130 millions environ) était destinée à l'artillerie autrichienne et une autre partie à solder les frais de la politique de la Ballplatz, politique dirigée contre la Russie, alliée de la France (1).

(1) Voir à ce sujet, l'article de Gringoire, *Finances et financiers au service du gouvernement*, dans la *Revue* du 15 février 1911, pages 483 et suivantes.

Sans doute, le ministre des finances hongrois, M. de Lukacs, affirma, à différentes reprises, que pas un sou du nouvel emprunt ne serait affecté à des dépenses militaires, et que ni l'armée ni la marine n'en bénéficieraient.

Mais, en décembre 1909, des articles parus dans la Presse disaient :

La *Neue freie Presse* nous apprend que l'emprunt austro-hongrois de 500 millions à 4 0/0, qui constitue pour la Hongrie un besoin urgent et presque immédiat, aurait un triple but :

1^o Rembourser les bons du Trésor Hongrois 4 1/2 0/0 venant à échéance le 11 janvier 1911 ;

2^o Payer la part de la Hongrie dans les frais de l'annexion de la Bosnie-Herzégovine ;

3^o Solder, en fait, une part des dépenses militaires de la Hongrie pour les accroissements de l'armée et de la marine, en conséquence de l'accord militaire très étroit qui lie Budapest, Vienne et Berlin.

D'autre part, dans son numéro du 13 janvier 1910, le *Times* écrivait :

« Le gouvernement hongrois désire émettre un emprunt de 20 millions de livres sur le marché de Paris. Le besoin de cet emprunt se fait sentir de façon très urgente. En effet, 215 millions de couronnes de bons du Trésor viennent à échéance à la fin de l'année. D'autre part, la Hongrie doit verser la part qui lui

revient dans les dépenses de l'annexion de la Bosnie-Herzégovine, soit 85 millions de couronnes. Enfin, 200 millions de couronnes représentent la participation du royaume aux dépenses militaires de la Monarchie dualiste, en tant que membre de la triple alliance. »

Aussi, lorsque l'admission à la cote officielle fût demandée à la Bourse de Paris, pour l'emprunt hongrois, le gouvernement français, après entente entre le département des finances et celui des affaires étrangères, décida que l'ouverture du marché français à cet emprunt serait subordonnée à une double condition :

1^o Il devait être donné satisfaction aux réclamations que poursuivaient à Vienne les obligataires des chemins de fer de la Sud-Bahn, en grande majorité français, en vue d'une amélioration de la situation financière de la Compagnie. Cette amélioration devait être réalisée au moyen de certaines mesures à prendre par le gouvernement autrichien et le gouvernement hongrois ($\frac{1}{3}$ environ du réseau de la Sud-Bahn se trouve en territoire hongrois) ;

2^o Il devait être donné certaines garanties au sujet de l'utilisation, dans des desseins pacifiques, des fonds provenant de l'emprunt.

En outre, il devait être entendu que le gouvernement de la République, même s'il obtenait satisfaction sur ce point, aurait encore à apprécier si, à l'époque qui serait choisie par la Hongrie pour l'émission projetée,

la situation du marché financier français et les conditions de la politique générale seraient de nature à permettre la réalisation de l'emprunt.

En réalité, le gouvernement français ne tenait pas du tout à ce que l'emprunt hongrois fût émis en France, et cela bien moins pour les raisons mises en avant que pour des considérations de politique générale.

L'affaire de l'emprunt hongrois soulève, en effet, une question de politique internationale des plus délicates et des plus intéressantes. Il s'agit de savoir s'il est admissible qu'un Etat, engagé dans un système d'alliances, recoure, pour un appel au crédit, à un Etat engagé dans un autre système, alors surtout que cet appel, par sa nature et par son chiffre, est manifestement destiné à fortifier l'outillage national du pays emprunteur (1).

La réponse à une telle question ne peut être que négative. Il ne semble pas que la France puisse donner son concours à un emprunt austro-hongrois.

Les alliances qui groupent les puissances, sont toutes animées d'un esprit pacifique, mais elles ont pour raison d'être, de devenir, si besoin est, des instruments de guerre. C'est le cas notamment de l'alliance austro-allemande. Cette alliance (art. 1^{er}) oblige les deux pays contractants à se prêter appui avec la totalité de

(1) Voir à ce sujet *le Temps* du 2 janvier 1912.

leurs forces, si l'un d'eux était attaqué par la Russie. Elle les oblige en outre (art. 2) à se témoigner mutuellement une neutralité bienveillante si l'un d'eux était attaqué par une puissance autre que la Russie. Elle les oblige, enfin (art. 2, § 2), à s'assurer réciproquement du concours prévu par l'article 1^{er}, si, dans le cas visé par l'article 2, la puissance attaquante était soutenue par la Russie, soit sous forme de coopération active, soit par des mesures militaires qui menaceraient la puissance attaquée. On sait que, depuis lors, l'alliance franco-russe a été conclue, si bien que le cas, où l'alliance austro-allemande jouerait, serait nécessairement celui que prévoit le § 2 de l'article 2, celui en d'autres termes d'une guerre à plus de deux puissances. Est-il possible, dans ces conditions, de concevoir un emprunt d'Etat émis par une puissance d'un des deux groupes avec le concours d'une puissance de l'autre ? Evidemment non. Les Etats modernes sont constitués de telle sorte que dans leur vie nationale tout se tient. Un emprunt, sans avoir un but spécialement militaire, peut avoir pour effet d'augmenter la force militaire. Il y a des chemins de fer qui valent des corps d'armée. Il est d'ailleurs de notoriété publique que l'Autriche-Hongrie poursuit avec un regain d'activité depuis quelque temps une politique d'armements. C'est son droit absolu, mais c'est le droit aussi, disons mieux, c'est le devoir de la France et de la Russie,

puisque, par une hypothèse dont nul ne souhaite la réalisation, elles pourraient se trouver un jour en guerre avec l'Autriche et l'Allemagne, de ne prêter ni à l'une ni à l'autre, leur appui pour l'émission d'un emprunt. Et c'est à Berlin et non à Paris qu'un emprunt hongrois peut être émis. Un emprunt de cette sorte n'est pas une question particulière ne mettant en jeu que des intérêts privés. C'est, au premier chef, une affaire d'Etat. Et dès lors, pour que les alliances gardent leur valeur et leur efficacité, il est indispensable que de telles affaires soient traitées conformément à leur nature qui est d'ordre public, en fonction des devoirs politiques dont nul ne peut les isoler.

Le gouvernement français l'a très bien compris et c'est à dessein qu'il subordonna l'ouverture du marché à des conditions qui étaient inacceptables pour le gouvernement hongrois. Aussi celui-ci n'insista pas et traita avec un consortium de banques hongroises, autrichiennes et allemandes aux conditions suivantes :

- 1^o Emprunt de 500 millions ;
- 2^o La moitié de l'emprunt (250 millions) émise sous forme de bons du Trésor 4 1/2 % ;
- 3^o L'autre moitié émise en rentes 4 %, mais dont 125 millions seulement sont pris à ferme, les 125 millions restants n'étant pris qu'à option ;
- 4^o Taux d'émission des bons du Trésor 99 1/2 % ;
taux d'émission de la rente 89.75 ;

5^o Courtage de 5 %.

L'opération est sensiblement moins avantageuse que si elle avait été faite sur le marché français. Placé en France, l'emprunt aurait immédiatement fourni au Trésor hongrois 560 millions. L'opération faite par le consortium austro-hongrois-allemand, ne porte que sur 500 millions au lieu de 560, et même en réalité sur 250 millions seulement dont 125 à option.

Il y a lieu en effet d'observer que les 250 millions de bons du Trésor devront être remboursés dans trois ans, ce qui obligera le gouvernement hongrois à faire avant cette époque un nouvel appel au crédit public.

Au lieu d'être faite au taux uniforme de 4 %, l'opération l'est au taux de 4 1/2 % pour les 250 millions de bons du Trésor, soit une surcharge budgétaire annuelle de 2 millions 500.000 couronnes.

★★

2^o *Emprunt ottoman*

Dans le courant de l'année 1910, le gouvernement jeune turc manifesta l'intention d'émettre sur le marché de Paris, un emprunt de cent cinquante millions.

La situation économique et financière de la Turquie était à ce moment des plus critiques : pas d'organisation administrative, pas de budget régulier. D'autre

part, au point de vue politique, la Turquie ne se montrait pas très bien disposée à l'égard de la France ; pactisant avec la triple alliance, elle achetait à l'Allemagne, par l'intermédiaire de la Roumanie, ses vieux navires et un matériel d'artillerie (1).

Aussi, lorsque la question de l'emprunt ottoman se posa, les banquiers, au point de vue financier, et le gouvernement, au point de vue politique, furent d'accord pour exiger les garanties les plus sévères, les gages les plus précis. Notamment, le gouvernement demanda que des explications lui fussent données sur la Trésorerie appelée à gérer le service de l'emprunt. C'était son droit le plus strict, puisque la réorganisation des finances ottomanes, confiée à un fonctionnaire français, se faisait pour ainsi dire sous la protection de notre gouvernement.

En outre, la France avait à garantir la situation de ses nationaux, qui avaient été chargés de la comptabilité des dettes de l'empire.

Il était, d'autre part, du devoir du gouvernement français de demander des précisions relativement à l'emploi des fonds, à un moment où la guerre et la marine ottomane faisaient de l'Allemagne leur fournisseur privilégié. Aussi, notre ministre des affaires étrangères s'inquiéta des répercussions politiques de cet achat.

(1) Voir l'article de Grégoire, déjà cité, p. 491 et suiv.

La Turquie adoptant le régime de la paix armée, instituant une marine qu'elle était incapable de maintenir, mais qui pouvait créer des complications dans les mers orientales, voilà ce que le ministre des affaires étrangères ne pouvait engager les capitaux français à soutenir.

Plus encore, il devait refuser le concours officiel de la France à un emprunt qui aurait permis, en fin de compte, à l'Allemagne, de renouveler un matériel de guerre préparé à notre intention et à celle de nos amis.

Enfin, il devait saisir l'occasion de régler définitivement les manifestations dont l'occupation française de la Tunisie était depuis quelque temps le prétexte. Aussi demanda-t-il que le statut des indigènes algériens et tunisiens fût placé en Turquie sous le régime des capitulations, et que l'extension de la France à l'intérieur de la Tunisie ne fût pas plus longtemps contestée.

Les négociations relatives à cet emprunt furent longues et difficiles. Une grande partie de la presse française protestait contre la possibilité de l'emprunt et le gouvernement hésitait à prendre une décision qui engageait aussi gravement les intérêts de la France.

Au cours des pourparlers, le ministre des affaires étrangères, M. Pichon, déclarait à un journaliste qui était venu l'interviewer, le 4 septembre, à Vers-en-Montagne, dans le Jura : « Dans cette affaire, le gou-

vernement français ne s'inspirera que des intérêts généraux de la France et ne consentira à l'admission à la cote de la Bourse de Paris, que si les garanties données par le gouvernement impérial ottoman lui paraissent reposer sur une base solide et une contre-partie capable de justifier la confiance de l'épargne française ».

Et le chef du gouvernement d'alors, M. Briand, présent à l'entretien, d'ajouter : « Quand les négociations seront achevées, on verra quel scrupule a guidé le gouvernement français pour donner son appui financier à la Turquie sur les garanties les plus sérieuses ».

Le gouvernement turc n'ayant pas donné ces garanties exigées par la France, dut se retourner du côté d'autres puissances, et quelque temps après, son représentant, le grand vizir Hakki Pacha, conclut un emprunt de 150 millions avec sir Ernest Cassel.

Il ne faudrait pas conclure de cet échec à une diminution de l'influence française à Constantinople. Questionné, à ce sujet, à la séance de la Chambre des députés du 12 janvier 1911, par M. Abel Ferry (1), le ministre des affaires étrangères fit les déclarations suivantes : « Ce n'est pas parce que ces négociations n'ont malheureusement pu aboutir à Paris, que notre

(1) *Journal Officiel*, 1911, Débats parlem., Chambre, p. 11 et suiv. Voir aussi p. 20.

sympathie pour la Turquie s'est amoindrie ou que nos relations avec elle peuvent être considérées comme moins bonnes. Nous n'avons jamais été plus convaincus, au contraire, de l'intérêt non seulement français, mais européen qui s'attache au succès du gouvernement jeune turc. S'il est vrai qu'au point de vue financier, M. le ministre des finances, d'accord avec le gouvernement, ait préféré ne pas souscrire aux conditions dans lesquelles se fût effectuée l'opération projetée en France, étant donné d'ailleurs que notre épargne était déjà engagée pour plus de deux milliards et demi dans les fonds turcs, ce n'est aucunement une raison de conclure que nous nous désintéressons de la prospérité économique et financière de la Turquie. Nous sommes au contraire tout prêt à y contribuer. Nous y collaborons chaque jour par l'action de nos ingénieurs, de nos industriels, de nos commerçants, de nos entrepreneurs, de nos hommes d'affaires. Nous avons dans l'empire turc de grandes entreprises pour lesquelles nous ne marchandons ni notre concours, ni celui de nos capitaux. »

★★

3^e Emprunt du Paraguay

A peu près à la même époque, c'est-à-dire dans le courant de l'année 1910, la République du Paraguay

s'avisa d'envoyer à Londres et à Paris M. Eusebio Ayala, président de sa Chambre des députés, pour négocier un emprunt de vingt-cinq millions qui, dans le cas de succès de cette première opération, devait être suivi d'un autre emprunt de somme égale.

Un contrat d'emprunt fut bientôt signé entre le délégué du Paraguay et certains hommes d'affaires. Deux groupes étaient associés. Le principal, composé de banquiers anglais, avait sollicité le concours supplémentaire de banquiers français pour six millions seulement. Or, peu de jours après la signature de ce contrat, une révolution éclatait au Paraguay. Aussitôt, le délégué de la République, M. Eusebio Ayala, écrivait au groupe français la lettre suivante :

« Le *Times* de ce matin, publie un télégramme de Buenos-Ayres qui dit qu'une révolution a éclaté au Paraguay. Je crois que, vu le sérieux du journal, la nouvelle doit être exacte. L'affaire de l'emprunt doit être en conséquence remise. Je regrette infiniment qu'après tant d'efforts nous soyons arrivés à ce résultat. »

Au reçu de cette lettre, le groupe français renonça au bénéfice de son contrat d'emprunt et de son émission. Mais le groupe anglais ne fit pas de même ; il s'adjoignit un établissement de crédit et un financier français.

Le nouveau groupe ainsi augmenté lança des prospectus, organisa une publicité savante, et réussit à

émettre sur le marché français une première tranche d'emprunt de 3 millions. Mais, à la suite de circonstances qu'il serait sans intérêt de rappeler ici, M. Delahaye, député de Maine-et-Loire, déposa sur le bureau de la Chambre, le 28 décembre 1911, une proposition de résolution ainsi conçue : « La Chambre demande au gouvernement de prendre d'urgence les moyens d'empêcher le versement complémentaire de 22 millions, du 5 au 10 janvier 1911, d'un emprunt de 25 millions dit « de la République du Paraguay » sur le marché français » (1).

La discussion par la Chambre de cette proposition fit apparaître l'absence totale de garanties de cet emprunt, et l'affaire en resta là.

Le groupe émetteur avait manifesté l'intention de demander l'admission à la cote officielle de Paris de cet emprunt. Mais, avant même que cette demande fût formulée, le ministre des affaires étrangères, dont nous avons expliqué le rôle en pareil cas, avait adressé à la Direction du mouvement général des fonds, au ministère des finances, une note dans laquelle étaient signalés tous les dangers de l'opération projetée : Budget en déficit, ou plutôt absence de budget depuis 1905, d's dettes et des dépenses grandissantes, des

(1) Voir *Journal Officiel*, Débats parlementaires, Chambre, séance du 28 décembre 1911.

revenus et des produits diminuant sans cesse, pas d'autres garanties que les douanes, presque entièrement engagées à Londres pour le paiement d'un emprunt dont les coupons n'avaient pas été payés pendant plus de dix ans, commerce insignifiant, pas d'or, du papier monnaie et un change oscillant entre 1.200 et 2.000 0/0 ; telle était la situation du Paraguay, au moment de l'émission de l'emprunt.

Aussi, l'admission à la cote, qu'on savait devoir être certainement refusée, ne fut pas demandée, et le ministre des finances n'eut pas à intervenir dans cette affaire, comme il le déclara lui-même à la tribune de la Chambre, dans la séance du 28 décembre 1911, en termes excellents, qu'il convient de rappeler : « En dehors des circonstances où l'administration des finances use de ses pouvoirs pour assurer le recouvrement des taxes dues sur les titres étrangers, elle n'intervient qu'en ce qui concerne l'autorisation d'admission à la cote desdits titres. Cette admission est prononcée par la Chambre syndicale des agents de change ; mais la décision de la Chambre syndicale ne peut être suivie d'effet, lorsqu'il s'agit de valeurs étrangères, que lorsqu'elle a reçu l'approbation du ministre des finances, et ce dernier peut toujours suspendre la cotation d'une valeur étrangère.

« Le ministre des finances ne saurait donc en aucune manière s'opposer à l'émission de titres au

moment où les émetteurs auront satisfait aux prescriptions fiscales. Son action se limiterait au refus éventuel de la cote, au cas improbable où la Chambre syndicale voudrait inscrire des valeurs étrangères créées dans des conditions notoirement irrégulières. Si une émission effectuée après l'accomplissement des formalités requises constituait une fraude manifeste, et si le ministre des finances en était avisé, il ne pourrait que signaler le fait au ministre de la justice, à qui incomberaient la constatation de cette fraude et sa répression devant les tribunaux » (1).

On ne saurait mieux dire. Tel est bien là, en effet, le rôle exact que la loi actuelle assigne en pareil cas au ministre des finances.



4^o Crédit foncier cubain

Il ne s'agit plus ici, comme dans les exemples précédents, d'un emprunt d'Etat, mais d'un emprunt émis par une société privée.

L'affaire est curieuse et mérite d'être signalée parce qu'elle a donné l'occasion au ministre des affaires

(1) *Journal Officiel*, Débats parlementaires, Chambre, séance du 28 décembre 1911.

étrangères de formuler, un peu vaguement il est vrai, une prétention entièrement nouvelle relativement à l'admission à la cote de simples valeurs étrangères.

Le 28 février 1914, était créé, par l'entremise d'une banque française, le Crédit foncier cubain.

Peu de temps après, l'admission à la cote officielle de Paris des obligations de cet établissement privé était demandée. Bien que la Chambre syndicale des agents de change eût, dit-on, émis un avis défavorable, le bruit se répandit que le gouvernement français autorisait l'inscription à la cote.

Un député, M. Damour, prit prétexte de cette affaire pour déposer, sur le bureau de la Chambre, une proposition de résolution, ainsi conçue :

« La Chambre invite le gouvernement à refuser l'admission de valeurs étrangères à la cote officielle de la Bourse de Paris, lorsque cette admission peut compromettre la défense des intérêts français à l'étranger » (1).

Il s'agissait ici de simples valeurs d'une société privée et d'après la pratique toujours suivie en pareil cas, le ministre des affaires étrangères n'avait pas à intervenir, puisque, d'après les usages, son droit de contrôle ne peut s'exercer que sur l'admission à la

(1) *Journal Officiel*, Débats parlementaires, Chambre, séance du 3 février 1912, pages 185 et suiv.

cote des fonds d'Etat étrangers. Ce fut, cependant, lui qui répondit à M. Damour.

Il déclara qu'en présence de toute demande d'admission à la cote, le ministre des finances devait avant tout se mettre d'accord avec son collègue des affaires étrangères ; en cas de dissentiment toujours possible, sur l'opportunité d'un emprunt, le conseil des ministres aurait à se prononcer et à départager les deux ministres compétents (1). Et il ajouta qu'en ce qui concernait la demande qui lui était soumise, le gouvernement, après avoir examiné les intérêts financiers et les intérêts politiques mis en jeu dans l'affaire, avait refusé l'admission à la cote.

Ainsi, le ministre des affaires étrangères soutient que, pour chaque émission, le ministre des finances doit se mettre d'accord avec lui. Il ne fait pas la distinction, toujours suivie jusque là, entre les fonds d'Etat et les simples valeurs de société privée. C'est une doctrine nouvelle, et il est évident que si l'on prend prétexte des différends existants entre la France et les pays étrangers pour refuser l'inscription à la cote des valeurs émanant de ces pays, le nombre des effets cotés à la Bourse de Paris diminuera dans des proportions très sensibles.

(1) *Journal Officiel*, Débats parlementaires, Chambre, séance du 3 février 1912, page 186.

Le droit reconnu en France aux ministres des finances et des affaires étrangères d'ouvrir ou de fermer les marchés de fonds publics, peut-il se justifier ?

Ce système a trouvé des défenseurs. L'Épargne française, a-t-on dit, est formée des économies de toutes les couches de la Nation :

Les petits rentiers sont légion en France, qui ont annuellement un billet de 1.000 ou de 500 francs à réemployer. Ils ne sont naturellement pas à même de juger de la qualité des valeurs offertes. Le contrôle gouvernemental et le veto éventuel sont exercés en leur faveur pour les protéger contre les placements douteux et aléatoires. C'est de ce point de vue qu'il faut comprendre l'intervention du gouvernement dans les affaires financières, et le justifier.

Pour M. Henry Gans (1), cette argumentation constitue une véritable hérésie politique, qui, en fait, aboutit à un abus de pouvoir permanent, et il le démontre par une comparaison très curieuse. L'Etat, dit-il, par le timbre, prélève sur les valeurs importées un droit analogue aux taxes douanières. S'il prétendait à la douane se réserver le choix des marchandises, le droit d'admettre les unes et de rejeter les autres, on dénoncerait avec raison une extension in-

(1) H. Gans, *L'intervention gouvernementale et l'accès du marché financier* (*Revue politique et parlementaire*, février 1909).

justifiable de ses attributions. Cette extension serait tout aussi illégitime, tout aussi insupportable en matière financière qu'en matière commerciale ; elle produirait une ingérence continue dans des intérêts privés qui ne rentrent pas dans les fonctions du gouvernement. Il ne lui appartient pas de conférer une estampille officielle aux placements de ses administrés.

M. Gans estime que c'est dans un tout autre esprit que le droit de veto est exercé par le ministre des finances. Il se défend d'approuver ou de désapprouver la qualité des fonds présentés ; il entend seulement faire profiter de l'occasion d'autres intérêts français : « La protection de l'Épargne s'efface devant le concours donné à telle ou telle branche de notre commerce, en querelle avec le pays emprunteur ; pour résoudre une question douanière, pour assurer une commande à une entreprise française déterminée, pour conquérir des avantages spéciaux, on se sert du refus de la cote comme d'un élément de troc, comme d'une faveur destinée à compenser des faveurs d'un autre ordre. On joue de la force financière française, pour compenser des infériorités d'un autre ordre ; on fait de notre épargne une arme de lutte commerciale ».

Généralement, en effet, lorsqu'un emprunt est proposé au gouvernement français, celui-ci réclame des compensations pour notre commerce, notre industrie, notre épargne. Il ne s'en cache pas d'ailleurs, et dans

plusieurs circonstances, des déclarations fort intéressantes ont été faites à cet égard. C'est ainsi que dans la séance de la Chambre des députés du 13 janvier 1911, en réponse à une question de l'abbé Lemire, M. Pichon, ministre des affaires étrangères, s'exprimait ainsi :

« Nous demandons habituellement, soit que la France soit représentée dans les conseils d'administration qui sont constitués à la suite de l'opération réalisée, soit que notre commerce et notre industrie soient appelés à profiter, dans une mesure aussi large que possible, de l'emploi des fonds d'emprunt. C'est une tradition à laquelle nous nous sommes efforcés de nous conformer au ministère des affaires étrangères. Vous pourriez voir, Messieurs, par les statistiques, que nous avons obtenu à ce point de vue des résultats précieux, en particulier pour nos grandes industries métallurgiques ; c'est généralement grâce à l'intervention du ministère des affaires étrangères, d'accord avec les ministères du commerce et des finances, que nous avons pu obtenir d'importantes commandes ».

Ainsi compris, il est certain que le pouvoir reconnu au gouvernement d'admettre, sous conditions, une valeur étrangère à la cote officielle, comporte d'assez sérieux avantages pour les capitaux français.

Mais, cet instrument diplomatique, qui est d'un maniement si délicat, est-il, au moins, efficace ?

La question, au premier abord, peut sembler étrange, surtout après ce que nous avons dit, au début de cette étude, sur l'utilité de l'admission à la cote. Cependant, le veto gouvernemental se trouve quelque peu annihilé ou tout au moins diminué en France par suite de l'organisation du marché financier français.

A côté du marché officiel, en effet, réservé aux seuls agents de change, existe un marché libre qui n'est pas assujéti à une réglementation étroite. Un grand nombre de valeurs étrangères sont cotées et négociées par les syndicats des banquiers en valeurs à terme, et en valeurs au comptant près la Bourse de Paris. Dans l'état actuel de notre législation, le syndicat de la coulisse peut échapper à tout contrôle gouvernemental.

Les transactions sur le marché en banque, dit à ce sujet M. Plegette, ont une importance considérable, notamment en ce qui concerne les valeurs exotiques, par suite des relations internationales d'un grand nombre de maisons de coulisse ; qu'une société étrangère ou qu'un gouvernement obtienne l'inscription de ses titres sur la cote en banque, le syndicat des banquiers pourra, au moyen d'une large publicité dans les journaux et les bulletins financiers que de nombreuses maisons de banque font paraître, provoquer les achats et écouler les titres dans le public, sans que le gouvernement ait seulement été consulté. Il pourra placer en France un emprunt étranger dont l'introduction

sur le marché officiel n'aurait pas été permise : par suite, a-t-on dit justement, « la barrière, que des considérations d'ordre public avaient fait établir à l'entrée du marché officiel pour en défendre l'accès aux fonds étrangers sans une autorisation expresse et écrite du gouvernement, pourrait se trouver ainsi facilement tournée » (1).

L'auteur de ces lignes, à l'appui de son opinion, a cité le cas d'un Etat de l'Amérique centrale qui n'avait pu obtenir l'admission à la cote officielle. Il avait laissé en souffrance les créances de nombre de nos nationaux et la Chambre syndicale avait pensé, avec raison, que le « blocus de la cote » était le seul moyen de parvenir à un règlement satisfaisant de nos intérêts lésés par un Etat étranger, sans grands scrupules. Cet Etat parvint cependant à introduire ses titres sur notre marché ; les banques étrangères, qui s'étaient chargées de placer l'emprunt, s'entendirent avec le syndicat de la coulisse qui inscrivit le titre sur sa cote. Des fonds français se sont trouvés ainsi engagés sur cette valeur au détriment des créances dont nous venons de parler, lesquelles ne reçurent naturellement, dans ces conditions, aucune satisfaction.

De semblables faits peuvent se renouveler et font re-

(1) Rapport de M. Ch. Plegette au Congrès international des valeurs mobilières de 1900.

gretter, non le droit que possède le marché libre de négocier les valeurs non cotées au parquet des agents de change, et de publier une cote, mais que l'introduction et l'émission en France des valeurs étrangères ne soient pas soumises aux mêmes réserves sur ce marché que sur le marché officiel. Il est regrettable que le gouvernement armé d'un droit de veto contre les admissions que voudraient accorder les agents de change à des valeurs étrangères ne puisse avoir le même droit vis-à-vis des syndicats de banquiers. Le gouvernement doit pouvoir défendre les intérêts de notre épargne, les intérêts économiques et politiques généraux de la nation sur le marché libre qui ne saurait avoir, en bonne justice, plus de droits que le marché officiel. Le marché libre peut, en effet, avec les textes actuels venir, en quelque sorte, annuler les restrictions protectrices que l'administration peut mettre à l'introduction des valeurs étrangères qu'elle jugera dangereuses pour les intérêts de l'épargne française.

Il semble donc désirable qu'une disposition réglementaire précise intervienne pour soumettre tous les fonds et valeurs de l'étranger qui désirent être négociés sur nos marchés, à une autorisation ministérielle, et cela pour le marché en banque comme pour le marché officiel.

Ce contrôle administratif ne pourrait d'ailleurs pas atteindre toutes les valeurs étrangères qui se placent

en France. Il y a, en effet, une très grande quantité de placements étrangers qui se font sans aucune émission ou vente publique en France, sans que les émetteurs aient demandé l'inscription soit à la cote officielle soit à la cote en banque. Ce sont les placements que les rentiers vont faire directement à l'étranger sans passer par l'intermédiaire des sociétés ou banques françaises. M. Ed. Théry disait le 13 juin 1900, à la *Société d'Economie politique nationale*, en faisant allusion aux quantités considérables de titres d'entreprises fondées en Russie par des industriels et des financiers belges, qui avaient été placés dans les départements français avoisinant la Belgique : « Ces ventes directes faites par des intermédiaires belges aux capitalistes français, sont parfaitement légales et aucune mesure ne pourrait empêcher nos compatriotes d'aller acheter les titres qui leur conviennent et aux conditions qu'il leur plaît d'accepter. »

° CHAPITRE IV

DE LA RESPONSABILITÉ DES CHAMBRES SYNDICALES RELATIVEMENT A L'INSCRIPTION DES VALEURS A LA COTE.

Une observation préliminaire s'impose en cette matière ; il faut tout d'abord écarter toute responsabilité des Chambres syndicales relativement à l'inscription à la cote des fonds d'Etat, et cela pour cette raison que pour ceux-ci la cote est obligatoire.

Pour ce qui est des autres valeurs, beaucoup d'auteurs estiment que, du moment que les Chambres syndicales ont observé toutes les prescriptions légales et réglementaires, elles ne sauraient encourir aucune responsabilité du fait de l'inscription de l'une d'elles à la cote. M. Mollot est absolument formel dans ce sens (1), et M. Waldmann déclare, pour justifier cette solution, « que la constatation des qualités toutes de forme, qui rendent un titre susceptible d'être l'objet d'un cours officiel, ne comporte pas, n'a même

(1) M. Mollot, *Bourses de Commerce*, n° 681.

aucun rapport avec la constatation des qualités marchandes, c'est-à-dire touchant au fond, à la valeur intrinsèque de ce même titre » (1).

Cependant, certains auteurs, et en particulier M. Crépon (2), qui fait autorité en la matière, se prononcent dans le sens contraire. L'arrêt de la cour de cassation du 4 décembre 1877 (3) leur paraît donner une responsabilité à la Chambre syndicale.

« Attendu, dit cet arrêt, que le décret du 22 mai 1858 dispose par son article 5, que les obligations émises par les compagnies de chemins de fer construits en dehors des territoires français peuvent être négociées et cotées en France, lorsque le capital social ou la partie de ce capital représenté par des actions, aura été intégralement versé et que l'émission en France de ces obligations aura été autorisée par les ministres des finances, de l'agriculture, du commerce et des travaux publics ;

« Attendu que les bons hypothécaires émis par la Compagnie du chemin de fer américain Memphis et Pats and Pacific, dit transcontinental, sont par leur nature, ainsi que l'arrêt l'a déclaré, de véritables obligations ayant pour gage principal, indépendamment

(1) Waldmann, *op. cit.*, p. 583.

(2) Crépon, *Négociation des effets publics*, p. 314 et suiv.

(3) V. le texte de cet arrêt, D., 1878, 1, 249. Aff. du Memphis-transcontinental.

de toute autre garantie, le capital représenté par les actions et que la subvention en terrain, promise par l'Etat du Texas à la Compagnie, subordonnée, par la charte même de concession, à l'exécution des travaux, ne pouvait dispenser d'observer les conditions exigées par le décret comme un préalable nécessaire de l'admission à la cote ;

« Attendu qu'il est constaté, d'une part, par l'arrêt attaqué, que la Chambre syndicale des agents de change près la Bourse de Paris a admis à la cote officielle de la Bourse les bons de la Compagnie Memphis et Pats Pacific, dit transcontinental, sans avoir obtenu la justification que le versement de capitaux exigés par le décret eût été effectué, et que, de fait, ce versement n'a pas eu lieu ;

« Attendu que, d'autre part, le jugement dont l'arrêt adopte les motifs, constate que le ministre des finances et le ministre des travaux publics n'ont point accordé à la Chambre syndicale l'autorisation d'admettre les bons hypothécaires à la cote officielle de la Bourse de Paris, et que l'existence d'une telle autorisation est officiellement démentie, qu'il n'y a donc pas lieu d'examiner quels pourraient être, au point de vue de la responsabilité de la Chambre syndicale, les effets d'une autorisation qui n'existe pas ;

« Attendu que, par la double inobservation des conditions prescrites par le décret de 1858, pour l'admis-

sion à la cote de la Bourse des obligations émises par les compagnies de chemins de fer construits hors du territoire français, la Chambre syndicale a commis une faute grave, ayant pour effet de l'obliger à réparer le dommage qui en a été la conséquence ;

« D'où il suit qu'en condamnant la Chambre syndicale des agents de change près la Bourse de Paris à réparer, dans une mesure déterminée, le préjudice éprouvé, l'arrêt attaqué, loin de violer les dispositions des lois invoquées par le pourvoi, en a fait, au contraire, une juste application. » C'est, nous semble-t-il, bien à tort qu'on invoque cet arrêt en faveur du principe de la responsabilité des chambres syndicales en matière d'inscription à la cote. Il importe, en effet, de remarquer que ce n'est pas parce que l'affaire de la Memphis-Transcontinental avait dégénéré en une véritable escroquerie que la Chambre syndicale est déclarée responsable, mais parce qu'elle avait manqué à ses devoirs les plus élémentaires en autorisant la cote contrairement à deux des prescriptions du décret du 22 mai 1858, alors en vigueur, à savoir la nécessité du versement intégral du capital-actions de la Compagnie et de l'autorisation préalable du ministre des finances. En agissant comme elle l'avait fait, la Chambre syndicale avait commis une faute lourde, et c'est à juste titre qu'elle avait été déclarée responsable, mais elle n'aurait pas été condamnée, malgré la faillite de l'en-

treprise, si elle avait veillé avec soin à la stricte observation des dispositions légales. N'est-ce pas dire que le principe de l'irresponsabilité reste entier ?

La jurisprudence est d'ailleurs dans ce sens.

On peut citer à cet égard un arrêt de la cour d'Amiens du 13 juillet 1887 qui présente une importance d'autant plus grande qu'il a été rendu sur renvoi de Cassation. Il s'agissait dans l'espèce de la découverte postérieurement à l'admission à la cote de vices et de fraudes dans la constitution de la société. La chambre syndicale n'en a pas moins été déchargée de toute responsabilité, parce qu'il a été prouvé qu'au moment de l'admission à la cote des actions et obligations de la société incriminée (le Crédit Foncier Suisse) les apparences étaient régulières.

Jugeant dans le même sens le tribunal civil de Lyon a déclaré, le 25 juin 1887 (1), que les Chambres syndicales de Paris et de Lyon n'encouraient aucune responsabilité parce qu'elles avaient consenti l'inscription à leur cote des actions de la Banque de Lyon et de la Loire, et cela sans qu'il y eût à se préoccuper du fait que cette société avait été ensuite déclarée nulle pour irrégularité de sa constitution.

Il ne faudrait pas en conclure cependant qu'aucun

(1) V. ce jugement au *Moniteur judiciaire de Lyon* du 5 juillet 1887.

recours n'est possible, en matière de code, contre les décisions de la Chambre syndicale.

De même que la Chambre syndicale est justiciable des tribunaux, à raison de toute inscription à la cote des valeurs françaises non négociables, ou de valeurs étrangères, en cas d'infraction aux prescriptions du décret du 6 février 1880, de même elle en est justiciable pour refus d'admission à la cote, c'est-à-dire lorsqu'elle fait défense aux agents, sur qui elle exerce sa surveillance, de constater le cours d'une valeur française négociable ou d'une valeur étrangère ayant satisfait aux exigences du décret de 1880. En effet, l'agent de change étant institué pour constater le cours des valeurs susceptibles d'être cotées, la Chambre syndicale enfreint la loi si elle refuse de laisser inscrire à la cote une valeur pour un motif autre que son inaptitude à la négociation (1).

En résumé, aucune responsabilité n'est possible pour l'inscription à la cote d'une valeur française créée avec accomplissement de formalités prescrites par les lois

(1) V. dans ce sens, Buchère, *Opérations de Bourse*, 3^e édit., n° 76. Cet auteur admet le principe de la responsabilité de la Chambre syndicale en cas de refus d'inscription d'une valeur à la cote ; il estime seulement que les tribunaux « ne pourraient la déclarer responsable de ce refus qu'en cas d'une décision arbitraire et presque dolosive ». V. en sens contraire, Lyon-Caen et Renault, *Traité de droit commercial*, 4^e édition, t. IV, n° 895 bis.

et les règlements, ou d'un fonds d'Etat étranger, ou d'une valeur étrangère ayant satisfait aux prescriptions du décret de 1880, cette inscription n'étant, de la part de la Chambre syndicale, que l'accomplissement du devoir incombant, soit aux membres de la Compagnie qu'elle représente, soit à elle-même. Au contraire, cette responsabilité existe pour le refus de la radiation de la cote d'une valeur française ou étrangère se trouvant dans les conditions de régularité précédemment indiquées. Il y a, dit M. Waldmann, « dans cette décision négative de la Chambre syndicale, un manquement à son devoir, au but de l'institution des agents de change, une sorte de déni de justice qui l'oblige à réparer le préjudice qu'elle peut avoir ainsi causé » (1).

(1) Waldmann, *op. cit.*, p. 594.

CHAPITRE V

CONDITIONS ET FORMES DE L'INTRODUCTION SUR LE MARCHÉ LIBRE

Nous avons vu qu'à côté du marché officiel, marché des agents de change, existait un marché libre, où les transactions sur les valeurs se faisaient par l'intermédiaire des caissiers.

L'introduction d'une valeur nouvelle est souvent mieux accueillie sur le marché libre, non encore soumis à une réglementation légale étroite, que sur le marché officiel, et pour beaucoup de valeurs, l'inscription à la cote de la coulisse est une sorte de stage avant l'inscription à la cote officielle. D'autre part quelques valeurs, et non des moindres, restent fidèles au marché libre.

Les sociétés désireuses de faire coter leurs titres sur le marché de la coulisse doivent en faire la demande au syndicat des banquiers en valeurs au comptant ou au syndicat des banquiers en valeurs à terme.

Nous avons vu plus haut que les deux marchés,

terme et comptant, ont leurs avantages et leurs inconvénients respectifs.

Les justifications à fournir sont à peu près les mêmes que celles demandées pour l'admission à la cote officielle.

En général, la demande d'admission est patronnée par un membre du syndicat qui possède une option sur les listes qu'il est chargé d'introduire et qui surveille le marché et assure le maintien des cours.

Voici les formules imprimées du syndicat des banquiers en valeurs au comptant énumérant les diverses pièces et renseignements à fournir et faisant comme nous l'avons vu pour la cote officielle la distinction entre les valeurs françaises et les valeurs étrangères.

INSCRIPTION A LA COTE

du marché au comptant des valeurs en banque

des Valeurs FRANÇAISES

Pièces et renseignements à fournir en faisant la demande

ACTIONS

- 1^o Demande d'inscription et questionnaire remplis ;
- 2^o Deux exemplaires des statuts ;
- 3^o Procès-verbaux d'assemblées générales constitutives ; — Exemplaire imprimé du rapport des commissaires chargés de vérifier les apports, s'il y en a eu ;
- 4^o Exemplaire du journal d'annonces légales publiant les statuts et les modifications, s'il en a été fait, les assemblées générales constitutives et les avis d'appels de fonds pour la libération des titres ; — Exemplaire du Bulletin Annexe au *Journal Officiel* contenant les insertions exigées par la loi du 30 janvier 1907 ;
- 5^o Noms, qualités sociales et adresses des Administrateurs ; noms des Commissaires des comptes ;
- 6^o Spécimen des titres ;
- 7^o Déclaration que tous les titres dont l'inscription est demandée sont de même nature et ont les mêmes droits, avec indication des différences, s'il en existe, dans leur confection ;
- 8^o Liste des souscripteurs avec indication du nombre de titres respectivement souscrits par chacun d'eux ;
- 9^o Derniers bilans et comptes rendus d'assemblées générales ordinaires et extraordinaires, s'il y en a eu ; (s'il n'a pas encore été établi de bilan, fournir un état de la situation financière active et passive de la Société) ;
- 10^o Exposé général, *en neuf exemplaires*, de la situation de l'affaire depuis son origine avec dernier bilan.

Engagements à prendre par la Société : a) De faire parvenir à la Chambre Syndicale deux comptes rendus de chacune des assemblées générales que tiendra la Société ; de lui annoncer les dates de détachement ainsi que le montant brut et net des coupons ;

b) De la prévenir des droits et avantages de souscription réservés aux titres cotés, pour toute augmentation de capital, et de fixer, pour le dépôt des actions donnant droit à la souscription, un délai minimum de 15 jours ;

c) De procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons ;

d) D'avoir à Paris une Caisse chargée du service des titres et des coupons pendant toute la durée de la Société ; l'indication de cette Caisse doit être confirmée par lettre de la banque désignée.

OBLIGATIONS

S'il s'agit d'obligations, fournir les pièces complémentaires suivantes :

- 1^o Copie des procès-verbaux d'assemblées générales ou des délibérations du Conseil d'administration ayant autorisé leur création et leur émission ;
- 2^o Neuf exemplaires du prospectus d'émission ;
- 3^o Dix listes de chacun des tirages qui seront effectués.

NOTA. — Toutes les pièces fournies doivent être certifiées conformes et signées par un administrateur.

INSCRIPTION A LA COTE

du marché des banquiers en valeurs au comptant

des Valeurs ETRANGÈRES autres que les fonds d'Etats.

Pièces et renseignements à fournir en faisant la demande :

ACTIONS 1° Demande d'inscription et questionnaire remplis ;
2° Deux exemplaires des statuts ; — Procès-verbaux d'assemblées générales constitutives ; — Exemplaire imprimé du rapport des commissaires chargés de vérifier les apports s'il y a lieu ;

3° Exemplaire du journal d'annonces légales publiant les statuts, les assemblées générales constitutives et les modifications aux statuts ; — Exemplaire du bulletin annexe au *Journal Officiel* contenant la publication exigée par la loi du 30 janvier 1907 ;

4° Noms, qualités et adresses des administrateurs, et noms des commissaires des comptes ;

5° Spécimen des titres ;

6° Liste des souscripteurs avec indication du nombre de titres respectivement souscrits ;

7° Derniers bilans et comptes rendus d'assemblées générales s'il y a lieu ;

8° Exposé général de la situation financière et commerciale de la Société depuis son origine ;

9° Copie de la lettre de l'administration de l'Enregistrement agréant un représentant responsable pour l'abonnement au timbre français ;

Engagements à prendre par la Société : a) De faire parvenir à la Chambre Syndicale deux comptes rendus de chacune des assemblées générales que pourra tenir la Société ; de lui annoncer les dates de détachement ainsi que le montant brut et net des coupons, et tous renseignements pouvant intéresser les actionnaires ;

b) De procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre Syndicale, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons ;

c) De procéder, à Paris, au renouvellement des feuilles de coupons sans frais pour les porteurs, et de ne prélever qu'un impôt pour le paiement des dits coupons : l'impôt français ou l'impôt fixé par la législation étrangère sous le régime de laquelle fonctionne la Société ;

d) De procéder, dans un délai de 20 jours, à l'échange des coupures contre des unités et réciproquement avec fixation du tarif ;

e) D'avoir une Caisse à Paris chargée du service des titres et des coupons pendant toute la durée de la Société ;

f) De fournir la traduction en français de tous les documents remis en langues étrangères pendant toute la durée de la Société.

OBLIGATIONS S'il s'agit d'obligations, fournir en outre :
1° Copie des procès-verbaux d'assemblées générales ou de délibérations du Conseil d'administration ayant autorisé leur création ;
2° Exemplaires du prospectus d'émission.

NOTA. — Les pièces produites en langues étrangères doivent être accompagnées de leur traduction *in-extendo* en français, et tous les documents fournis certifiés conformes et signés par un administrateur.

Le syndicat peut exiger de la société demanderesse toutes garanties et justifications qu'il jugera utiles, ainsi que tous les renseignements jugés nécessaires.

La Chambre syndicale qui est maîtresse de l'admission peut également prononcer la suppression de la cote d'une valeur.

Les pouvoirs publics ne peuvent intervenir légalement dans l'inscription à la cote du marché libre en ce qui concerne les valeurs françaises. Quant aux valeurs étrangères en supposant qu'elles aient rempli les obligations imposées par les lois fiscales, le ministre des finances en pratique peut en déconseiller l'inscription aux présidents des syndicats.

CHAPITRE VI

LÉGISLATION COMPARÉE

Si la France est l'un des principaux marchés financiers du monde, elle n'est pas seule et il n'est pas sans intérêt de donner de brèves indications sur le portefeuille étranger et de déterminer comment sont organisées et réglementées les principales Bourses de valeurs du monde.

Les statistiques fournies par les économistes anglais (1) nous montrent que les placements à l'étranger faits par les Anglais représentent environ 55 milliards de francs (£ 2.500.000.000), mais il faut tenir compte de ce que ces statisticiens confondent en leurs chiffres et les placements en valeurs mobilières proprements dits, et ce qui est envoyé à l'étranger sous forme de rails, ponts, matériel roulant pour chemins de fer, vêtements pour les ouvriers, etc... ; de plus, placements coloniaux et placements étrangers sont fréquem-

(1) Notamment M. Ed. Speyer, *The Statist.*, 10 juin 1905.

ments confondus en un seul total. Mais, ce qui est particulièrement intéressant à constater, c'est que ces placements vont en diminuant depuis un certain nombre d'années.

Les résultats de l'*Income tax* d'après les rapports des *Inland Revenue Commissioners* montrent que les revenus annuels des placements étrangers (et coloniaux) étaient les suivants :

Années fiscales.	Revenus annuels.	Capitalisation à 5%.
	Livres	Livres
1880-1881.	29.951.000	598.000.000
1890-1891.	55.488.000	1.110.000.000
1900-1901.	60.331.000	1.206.000.000

Or, de 1881 à 1891, il a été placé à l'étranger et aux colonies £ 512 millions (en ne prenant que les chiffres des *Inland Revenue Commissioners*), tandis que, de 1891 à 1901, n'ont été exportées que £ 96 millions. Mais ces chiffres ne représentent nullement le total des placements extérieurs ; nombreux sont ceux qui échappent à l'*Income tax*.

Il faudrait, dit M. E. Speyer, pour se rapprocher de la vérité, évaluer à £ 60 millions les placements annuels faits de 1880 à 1890 et à £ 25 millions par an ceux faits de 1890 à 1900.

Dans un numéro du *Bankers Magazine* de la même année, M. Cardson estime que l'on peut évaluer à

£ 11.500 millions, le total des capitaux placés dans les colonies britanniques et aux Indes, et à £ 900 millions ceux placés à l'étranger proprement dit. Les trois quarts de ces valeurs, d'un total supérieur à £ 2 milliards, sont cotés au Stock-Exchange. M. Speyer, dans une conférence faite en juin 1905 à l'Institute of bankers, jugeait ainsi la situation : « Les placements de capitaux à l'étranger ont, depuis quelques années, pour ainsi dire été interrompus, parce que nous avons dépensé notre argent chez nous. Par suite, nos exportations ont été relativement sans importance et nos importations se sont accrues. L'excès de nos importations sur nos exportations a atteint, en 1903, l'énorme total de £ 183 000.000 : il était de £ 81.000.000 cinq ou six ans auparavant. On reconnaîtra que l'important excès de ces importations sur les exportations de ces dernières années est dû moins à notre politique fiscale qu'à nos dépenses exagérées et au montant comparativement petit des épargnes consacrées aux placements en valeurs étrangères et coloniales. Il nous faut donc des réformes sur ce point, car l'absence relative de capitaux productifs aux Indes, aux colonies et ailleurs est une des causes très influentes de cette situation, et ne saurait être trop nettement mise en lumière ».

Le même auteur ajoute plus loin : « Nous touchons de l'étranger un revenu de £ 110.000.000 ; cela représente une rente de 100 livres pour un million 110.000

personnes : nos placements à l'étranger font donc vivre, par les revenus que nous en tirons, environ 1.500.000 salariés, et, en comprenant leurs familles, environ 7.000.000 de personnes ».

L'Allemagne commence aussi à être un pays prêteur et à envoyer ses capitaux chercher des disponibilités à l'étranger, mais pour des totaux moindres que la France, et à plus forte raison que la Grande-Bretagne.

Sur le développement de l'Allemagne à cet égard, la *Revue économique internationale* a donné, dans son numéro de janvier 1906, les approximations suivantes :

A cette époque, les capitalistes allemands possédaient des valeurs mobilières étrangères pour un peu moins de 20 millions de marks.

Le montant des valeurs étrangères possédées par les rentiers et capitalistes allemands a été évalué en 1893, par le professeur Schmoller, à 10 milliards de marks. Dans la période 1883-1884, on a émis pour environ un demi-milliard de nouvelles valeurs étrangères aux Bourses allemandes, et pendant cette période le nombre des valeurs étrangères émises s'est élevé au tiers de l'émission totale. De 1895 à 1904, un peu moins de 4 milliards de marks de nouvelles valeurs étrangères furent émis ; si l'on prend ces chiffres comme base, la possession allemande de valeurs étrangères pourrait s'élever à environ 14 ou 16 milliards de marks.

D'autres pays, la Belgique notamment, possèdent

aussi un nombre assez important de valeurs mobilières étrangères, mais dans la plupart d'entre eux, les statistiques font défaut. Il n'en est pas moins intéressant d'examiner rapidement comment, dans les principaux Etats, est réglée l'admission à la cote (1).

★★

ANGLETERRE

En Angleterre existe un organisme particulier que l'on appelle le *Stock-Exchange*. C'est le type du marché de valeurs mobilières fonctionnant librement sans aucun contrôle gouvernemental.

Le *Stock-Exchange* est entre les mains d'une corporation privée, indépendante, dont les membres jouissent d'un monopole de fait exclusif à défaut d'un privilège légal.

Un *Committee for general Purposes* est chargé de la surveillance du fonctionnement du *Stock-Exchange* et de son règlement intérieur. Il est composé de trente membres élus entre les membres de l'association. Ces

(1) La plupart des indications qui vont suivre sont extraites des rapports présentés au Congrès international des valeurs mobilières de 1900. V. notamment les rapports de MM. Delamotte, Sayous, F. Cook, Quantin, R.-G. Lévy et Villars sur l'organisation des divers marchés financiers.

membres du Stock-Exchange sont des *jobbers*, c'est-à-dire des négociants en titres qui achètent et vendent pour leur compte, et des *brokers*, c'est-à-dire des intermédiaires qui n'opèrent que pour le compte des tiers.

On ne trouve pas à Londres la séparation qui existe entre le parquet et la coulisse à Paris ; nombre de brokers publient une cote de plusieurs pages relatant les cours de valeurs non cotées au Stock-Exchange.

C'est au *Committee for general Purposes* que doivent être adressées les demandes d'admission ; elles doivent être consignées par un broker. Les pièces suivantes doivent être annexées à la demande : prospectus, règlements, statuts de la société ; copie des bilans des dernières années, quand il s'agit d'actions ou d'obligations. Pour les fonds d'Etat, il faut remettre la copie des lois qui ont autorisé l'émission.

En ce qui concerne les valeurs étrangères, fonds d'Etat, actions ou obligations de sociétés, il est nécessaire, en outre, de faire la preuve que ces valeurs sont déjà admises à la cotation officielle dans le pays d'origine.

Ces pièces doivent être remises au secrétaire du Share and Loan department. Les statuts doivent porter la défense aux administrateurs d'employer les fonds sociaux à l'achat des actions et la mention que les dividendes échus ne seront jamais périmés. Moitié au moins du capital-actions doit avoir été émis et un

tiers au plus de la somme émise est destiné à payer des apports.

Le comité ordonnera l'inscription des titres d'une nouvelle compagnie à la cote officielle, si la compagnie est *bonâ fide* et d'une importance suffisante, si 10 % au moins du capital émis ont été payés, si les sommes à payer en argent ou en titres aux apporteurs et concessionnaires sont spécifiées, si deux tiers du capital nominal émis ont été souscrits et attribués sans condition au public. On pourrait prononcer la radiation de la cote d'une compagnie qui, sans motifs spéciaux, émettrait de nouvelles actions dans les douze mois qui suivent la première liquidation.

ALLEMAGNE

En Allemagne, on retrouve le système de la réglementation des Bourses : la loi du 22 juin 1896, commune aux Bourses de valeurs et aux Bourses de marchandises, leur impose une réglementation stricte et minutieuse.

Comme le fait remarquer M. Thaller dans sa très intéressante notice parue dans l'*Annuaire de législation étrangère* de 1896, p. 96 et suiv., la pensée générale de cette loi a été d'unifier le régime des Bourses tout en les soumettant à un contrôle de l'Etat assez énergique. Les systèmes les plus variés présidaient à la constitution des Bourses en Allemagne, et il était de-

venu indispensable d'apporter un remède à cette situation qui était pleine d'inconvénients. Mais il était aussi nécessaire de limiter le droit d'admission d'une valeur à la cote. Il y avait eu à cet égard de véritables abus auxquels il était urgent de mettre fin.

C'est au gouvernement de chaque Etat qu'appartient le droit d'autoriser la création d'une Bourse ou d'en ordonner la fermeture ; il peut en déléguer la surveillance aux corps constitués, tels que chambres de commerce ou corporations de marchands. Un Staat commissare est « chargé d'observer la marche des affaires à la Bourse, et de surveiller l'application des lois et règlements concernant les Bourses, en se conformant aux instructions données par le gouvernement. Les membres sont autorisés à assister aux délibérations des organes de la Bourse et à appeler l'attention de ces organes sur tous les abus qui se seront produits. Ils feront des rapports sur les abus et sur les moyens d'y remédier » (1) :

Les négociations se font par l'entremise de « courtiers de cours » assermentés, nommés et révoqués par

(1) Loi du 22 juin 1896, art. 2. — « Auprès des Bourses, il y a lieu de désigner des commissaires d'Etat, comme organes du gouvernement régional. Il leur incombe de veiller au trafic d'affaires dans la Bourse, ainsi qu'à l'exécution des lois et dispositions réglementaires promulguées relativement à la Bourse d'après les instructions du gouvernement régional. Ils sont autorisés à assister aux délibérations des organes des Bourses, et à rendre ceux-

es gouvernements. Mais ils n'ont pas le monopole de la négociation des valeurs.

Le titre III règle les conditions d'admission des valeurs à la cote.

L'article 36 décide qu'une commission sera chargée d'examiner les demandes. Dans la loi de 1896, cette commission devait, pour moitié, être composée de personnes non inscrites sur le registre de la Bourse comme faisant des affaires sur titres. Cette disposition a été modifiée par l'importante loi du 8 mai 1908. Le registre de Bourse ayant été supprimé par cette dernière loi la rédaction nouvelle porte simplement que la moitié au moins des membres de cette commission doit se composer de personnes n'ayant pas pour profession de négociier des valeurs à la Bourse. Sont exclus de la délibération et de la décision relatives à l'admission, les membres qui sont intéressés à l'introduction du titre sur le marché.

Le comité a pour mission et pour devoir :

1^o D'exiger la présentation des documents qui doi-

ci attentifs aux abus s'y rattachant. Ils ont à dresser un rapport sur les imperfections et sur les moyens de les faire cesser.

« Avec l'assentiment du Conseil fédéral, les attributions du commissaire d'Etat peuvent être limitées, pour des Bourses déterminées, à sa coopération à la procédure de la juridiction d'honneur, et s'il s'agit de petites Bourses, son institution peut être abandonnée ».

vent servir de base aux titres à émettre et d'examiner ces documents ;

2º De faire en sorte que le public soit renseigné le mieux possible sur toutes conditions de fait et de droit nécessaires à l'appréciation des titres à émettre, et de ne pas autoriser l'émission en cas d'insuffisance des renseignements ;

3º De ne pas autoriser des émissions susceptibles de porter préjudice à des intérêts généraux importants...

Le comité peut refuser une émission sans donner les motifs de sa décision ; il a le droit d'exclure de la cote les titres qui y ont été admis. L'admission des titres des emprunts de l'Empire et des Etats allemands ne peut être refusée.

L'article 38 décide que le comité publiera la demande d'admission et attendra six jours au moins avant d'admettre la valeur.

Sauf pour les emprunts d'Empire et des Etats allemands, un prospectus très détaillé devra être publié avant l'admission. Ce prospectus contient les indications essentielles pour se former un jugement sur la valeur des papiers à introduire. Il en est de même pour les conversions et les augmentations de capital. Ce prospectus indique le montant des titres mis dans le trafic, et celui qui en est exclu provisoirement, ainsi que le temps pour lequel cette exclusion doit avoir lieu. Le gouvernement de l'Etat intéressé peut dispenser de

cette obligation du prospectus les emprunts complètement garantis soit par l'Empire, soit par un Etat confédéré.

L'article 39 impose aux sociétés par actions un délai d'un an à partir de l'inscription de la société sur le registre du commerce et de la publication du premier bilan, pour pouvoir être admises à la cote de la Bourse. Toutefois, dans des cas particuliers, ce délai peut être totalement ou partiellement aboli par le gouvernement régional.

S'il s'agit de *valeurs étrangères*, leur admission est assujettie à la condition que les émetteurs s'engagent, pour une durée de cinq ans, à publier annuellement le bilan des sociétés pour les titres desquelles l'admission est demandée, avec le compte des profits et pertes, après l'établissement de ces comptes, dans un ou plusieurs journaux allemands, choisis par le comité d'admission.

Enfin, l'article 41 établit qu'il ne peut y avoir de cours officiel pour les valeurs dont l'admission à la cote de la Bourse a été refusée ou n'a pas été demandée. Les affaires sur ces valeurs sont exclues des avantages accordés par les règlements de Bourse, et ne peuvent être négociées par les courtiers de Bourse.

Il est également interdit de publier les listes de prix (coter) pour les affaires de ce genre, ainsi que de répandre ces cotes dans le public, au moyen de repro-

ductions par un procédé mécanique quelconque, à moins que le règlement de Bourse n'accorde des exceptions pour des cas particuliers.

BELGIQUE

En Belgique, c'est le régime de la liberté des Bourses qui est en vigueur ; la profession d'agent de change est également libre.

Une commission est nommée par le collège échevin sur deux listes de présentations, l'une émanant des agents de change inscrits depuis trois ans, l'autre dressée par le tribunal de commerce. Cette commission est chargée de l'administration de la Bourse et c'est à elle que doivent être adressées les demandes d'admission à la cote.

Le règlement communal de la Bourse de Bruxelles fixe, en son chapitre IV, les conditions requises pour l'admission :

Art. 20. — La demande d'introduction d'une valeur à la cote est adressée par écrit à la commission. Elle est accompagnée d'un spécimen des titres, de l'indication du taux d'admission et, s'il s'agit d'une valeur belge, de la maison chargée du paiement des coupons à Bruxelles.

Quant aux valeurs *étrangères*, elles ne peuvent être admises à la cote que si elles le sont dans leur pays

d'origine et s'il est justifié de la régularité des actes qui les concernent ; s'il s'agit d'une société, à la demande doivent être joints les statuts et le dernier bilan.

Art. 21. — L'impétrant devra, de plus, fournir toutes autres pièces dont la commission jugerait la production nécessaire.

Art. 22. — La désignation des valeurs pour lesquelles la cote est demandée est affichée pendant huit jours au moins et, pendant ce délai, la commission recevra toutes les observations qui lui seraient faites par écrit. Après quoi, elle statuera sur la demande.

Art. 23. — Ne peuvent être admises à la cote les actions de sociétés dont le capital est inférieur à un million de francs, ni les obligations émises par ces sociétés.

Art. 24. — Par le seul fait de l'admission de leurs valeurs à la cote, les sociétés prennent l'engagement de faire parvenir, chaque année, à la commission, le compte rendu de toutes les assemblées générales et 350 exemplaires de la liste des tirages des titres remboursables ; cette liste doit comprendre la récapitulation générale des numéros sortis antérieurement et non présentés au remboursement.

Art. 26. — La commission peut, à la majorité des $\frac{2}{3}$ des membres présents, rayer de la cote les valeurs pour lesquelles on ne se serait pas conformé aux règles

ci-dessus prescrites, ainsi que celles qui, faute de transactions, cesseraient d'y figurer utilement ou dont la négociation au parquet lui paraîtrait contraire à l'intérêt du public.

AUTRICHE

Le marché des valeurs mobilières en Autriche est comme en Allemagne, réglementé. Une Bourse doit être autorisée par le ministre des finances qui donne son approbation aux statuts et règlements particuliers qui la régissent.

Comme en Allemagne, également, un commissaire spécial exerce une surveillance pour le compte du gouvernement. Les formalités d'admission à la Bourse de Vienne consistent principalement en la remise d'une double demande, l'une à la Chambre de la Bourse, l'autre au ministre des finances.

A ces demandes, un dossier doit être annexé, contenant tous documents et pièces qui peuvent être utiles.

Ce système de la double demande a quelque analogie avec notre système français, mais il semble indiquer une politique d'admission moins large que la nôtre.

ESPAGNE

L'article 84 du code de commerce espagnol porte que toute personne, qu'elle soit commerçante ou non, peut faire sans intervention d'agents de change des

opérations sur des valeurs mobilières, effets publics ou valeurs émises par des sociétés.

Mais, dans ce cas, le droit commun sera applicable à ces opérations, tandis que certains privilèges, certains effets juridiques seront attribués aux contrats faits par l'intermédiaire d'un agent de change.

Les demandes d'admission à la cote doivent être adressées au ministère de l'agriculture et du commerce réunis. Pour les fonds d'Etat, le ministre statue après avis de la Chambre syndicale des agents de change. Pour les valeurs émises par des sociétés ou autres collectivités, la demande est envoyée directement à la Chambre syndicale qui accorde l'admission et en informe le ministre. Une liste est dressée par la Chambre syndicale des nombreux documents qui doivent lui être fournis à l'appui de la demande.

En ce qui concerne les fonds publics *étrangers* on exige, en plus de l'autorisation du gouvernement, la publication du prospectus d'émission, dans la *Gaceta de Madrid*. Quant aux valeurs émises par des sociétés étrangères, les documents dont la production est obligatoire sont les mêmes que pour les sociétés nationales ; mais il faut y ajouter d'autres pièces justificatives qui prouvent que l'émission est, de plus, conforme aux lois du pays d'origine et aux statuts de la société. Tous ces documents doivent être traduits par le bureau des interprètes du ministère d'Etat.

Ajoutons que l'admission de ces valeurs doit être précédée d'un décret royal, portant qu'aucune raison d'intérêt public ne s'oppose à la cotation.

PORTUGAL

Le Portugal a adopté le système de la réglementation sans restrictions. Les agents de change sont nommés par le gouvernement, leur monopole est absolu.

La Chambre syndicale statue sur l'admission des valeurs, mais, pour les valeurs étrangères, l'autorisation du ministre des affaires étrangères est nécessaire.

Les valeurs portugaises ne peuvent être admises à la cote, que tout autant que l'établissement émetteur a fourni les pièces constatant leur création.

En ce qui concerne les valeurs étrangères, il est nécessaire, en outre, de remettre un certificat émanant de l'autorité consulaire de la nation désignée, attestant la légalité des documents fournis et déclarant que la valeur est admise à la cote officielle de la Bourse du pays d'origine. On exige aussi tous documents et pièces justificatives de l'acquittement des impôts dans ce dernier pays et de la parfaite régularité des titres.

SUISSE.

Chaque canton peut établir comme il l'entend les règlements régissant les Bourses dont il décide la créa-

tion. Les trois Bourses importantes sont celles de Genève, où les agents de change n'ont pas de monopole, mais où il n'existe pas de cote libre, de Zurich et de Bâle où les conditions d'admission des valeurs à la cote sont les mêmes que celles établies pour la Bourse de Genève.

L'admission d'une valeur à la cote doit être demandée par cinq agents de change ; le comité des agents est libre de demander tous renseignements ou documents qu'il jugera nécessaires. Il n'accepte que les valeurs qui ont donné lieu à des transactions sur le marché.

L'admission à la cote des valeurs *étrangères* est subordonnée à la justification de l'existence dans les portefeuilles suisses, d'une quantité de titres assez grande.

RUSSIE.

Le système appliqué est celui de la réglementation et de l'autorisation gouvernementale.

ITALIE.

Le régime adopté est un régime de quasi-liberté. L'autorisation gouvernementale n'est pas nécessaire pour l'admission d'une valeur étrangère.

HOLLANDE.

La Bourse est une institution officielle, mais la profession de « commerçants en fonds publics » est libre. Le comité de ces commerçants admet ou rejette les demandes des valeurs nationales ou étrangères en vue de l'inscription à la cote.

CONCLUSION

Au cours de cette étude, nous avons passé en revue les divers régimes admis dans les différents pays — en insistant sur le système français — relativement aux conditions d'admission à la cote des valeurs mobilières. La question est surtout intéressante pour les valeurs mobilières étrangères, et c'est à ces dernières que nous réserverons, dans cette conclusion, un certain nombre de remarques. A ce point de vue, les Etats peuvent se classer en deux catégories principales :

1^o Certains croient devoir prendre les précautions les plus grandes, établir les règles les plus strictes pour protéger l'épargne contre les placements exotiques.

2^o D'autres, au contraire, considèrent les valeurs mobilières comme des marchandises quelconques qui doivent, dans l'intérêt du marché, être achetées et vendues librement, avec la plus grande concurrence possible sans règles spéciales de lieu ni de temps, sans intermédiaires obligés, sans aucune réglementation restrictive de l'extension des opérations.

C'est, opposés l'un à l'autre, en matière de placements de valeurs mobilières, le système protectionniste et le système libre-échangiste.

Voici, en prenant comme exemple la France, l'indication du programme des deux écoles et la simple énumération des arguments invoqués par elle :

Les protectionnistes financiers, partisans d'une intervention officielle, demandent à l'Etat :

1^o D'empêcher l'épargne française d'être enlevée de son lieu d'origine ;

2^o De s'opposer à l'exode des capitaux français ;

3^o De garantir en même temps le placement des capitaux français à l'étranger ;

4^o De retenir les capitaux français en France pour les affaires françaises ;

5^o De ne pas admettre à la cote des valeurs qui peuvent faire concurrence à certaines valeurs françaises ;

6^o De se servir des emprunts demandés pour obtenir des commandes pour certains établissements industriels français (1).

Pour les libres-échangistes, l'intervention du gouvernement dans les placements à l'étranger est tou-

(1) Voici, à titre d'exemple, quelles auraient été, d'après une note d'apparence officieuse, les conditions imposées par le gouvernement français à l'admission de l'emprunt turc de 1910, tentative d'emprunt qui devait, d'ailleurs, échouer :

a) Obligation pour le gouvernement turc de réserver ses com-

jours nuisible et doit être repoussée pour les raisons suivantes :

1^o Elle est une survivance de l'intervention de l'Etat dans le commerce des grains, des laines et autres objets, parmi lesquels les métaux précieux;

2^o En gênant la liberté du placement, elle porte préjudice aux intérêts de l'Épargne;

3^o En interdisant tel placement et en favorisant tel autre, l'Etat devient responsable des pertes qui peuvent en résulter;

4^o De même que, par sa politique protectionniste, le gouvernement provoque des sentiments de mécontentement chez les étrangers dont il lèse les intérêts, de même, par sa politique interventionniste dans les placements, il ne peut que susciter des conflits irritants;

5^o Puisqu'il est prouvé que l'Etat est condamné à l'impuissance chaque fois qu'il sort de ses attributions normales, on ne voit pas pourquoi il va chercher encore à augmenter ses attributions;

6^o En agissant comme il le fait, l'Etat entend sub-

mandes à des industries françaises; — b) Réorganisation des finances turques sous le contrôle de la Banque ottomane; — c) Placement en Turquie sous le régime des capitulations du statut des indigènes algériens et tunisiens; — d) Engagement par la Turquie de ne plus contester l'extension de la France à l'intérieur de la Tunisie.

ordonner aux convenances d'une demi-douzaine d'établissements industriels, la politique générale de la France ;

7^o La thèse de la protection doit être repoussée parce qu'il est nécessaire de séparer les questions économiques des questions politiques, en vertu de cette règle que jamais la concurrence économique ne doit être subordonnée à la concurrence politique ;

8^o Ceux qui, sous un prétexte quelconque, veulent confier la direction de l'épargne au gouvernement en compromettent la sécurité et lui ferment les débouchés les plus avantageux (1).

La véritable doctrine libre-échangiste est celle qu'exposait, le 26 février 1869, devant le Corps législatif, M. Rouher, en réponse à une question de M. de Saint-Paul :

« Il y a, Messieurs, dans l'organisation de surveillance du gouvernement sur les sociétés financières, une erreur capitale. Cette surveillance est impossible et dangereuse. Mon avis est qu'il faut opérer une séparation complète entre les intérêts privés et l'action du gouvernement.

« Dans la gestion habituelle des affaires, conduite par des conseils honorables, on reproche au gouver-

(1) Voir Yves Guyot, *L'Etat et l'Epargne* (*Journal des économistes*, oct. 1910, p. 6 et suiv.).

nement de ne pas intervenir. Mais il ne peut le faire. Si sa surveillance est vigilante, on dit qu'il est le tyran des intérêts privés ; on le critique avec une extrême vivacité. S'il ne surveille pas, on le critique plus sévèrement encore.

« Il faut faire cesser cette situation ; les intérêts privés doivent se surveiller eux-mêmes sous la sauvegarde de l'autorité judiciaire.

« Les mêmes inconvénients résultent de l'autorisation à accorder pour l'émission des emprunts étrangers. Ou bien le gouvernement refuse l'autorisation, et alors il est en face d'une puissance amie à l'état d'hostilité apparente ; ou bien il autorise, et alors il semble recommander l'opération » (1).

Quel est de ces deux systèmes, le meilleur ? Il est bien difficile de se prononcer. Il faut tenir compte à la fois des intérêts généraux de la nation et des besoins particuliers, et c'est une conciliation très malaisée.

En ce qui nous concerne, nous estimons qu'en principe c'est la thèse libre-échangiste qui doit être préférée, mais qu'il y a lieu, néanmoins, d'apporter à cette conclusion une réserve très importante. Il nous paraît inutile de reprendre un à un les arguments présentés par les deux écoles, nous nous bornerons à dégager ce

(1) Cité par Neymarck, dans le *Rentier* du 7 octobre 1910.

qu'il y a à nos yeux d'essentiel dans l'un et l'autre système.

Les partisans de la thèse protectionniste, en attribuant à l'Etat un rôle de conservation de l'épargne, prétendent défendre les intérêts de la France, et cela de deux façons : d'abord, parce qu'ils espèrent qu'en rendant plus difficile l'accès des valeurs étrangères sur le marché français nos capitalistes seront incités à placer leur argent dans des entreprises nationales ; ensuite, parce qu'ils éviteront à ces capitalistes des pertes souvent considérables. Que faut-il penser de ces arguments ? Ils paraissent séduisants au premier abord, mais ils ne sont pas sans donner prise à la critique.

Tout d'abord, en ce qui concerne le premier argument, est-il bien sûr que les capitaux qui n'ont pu se placer à l'étranger, par suite de l'opposition du gouvernement, se placeront en France ? Rien n'est moins certain. Les capitalistes qui prêtent leur argent à l'étranger le font parce qu'ils désirent en tirer une rémunération que les valeurs françaises ne leur offrent pas. Il est à craindre, dans ces conditions, que, si le gouvernement refuse la cote à une valeur étrangère, ils ne continuent à placer leurs économies à l'étranger, mais en valeurs pour lesquelles l'admission à la cote n'a pas été obtenue. La France n'y gagnera rien.

Le second argument n'est pas plus solide. En voulant s'arroger la mission de diriger l'épargne, l'Etat ne

sort-il pas quelque peu de ses attributions normales ? L'argent n'est pas autre chose qu'une marchandise. Il est juste de lui appliquer les mêmes règles, et nul n'a jamais songé à empêcher un commerçant ou un industriel français d'exporter ses marchandises s'il y trouve son intérêt. D'ailleurs, il faut remarquer, et c'est là un point de vue qui paraît échapper aux protectionnistes financiers, que ce n'est pas la France qui prête ses capitaux, mais des individus habitant la France, ce qui n'est pas la même chose. Que veulent ces individus ? Faire un placement avantageux, et s'ils n'hésitent pas dans cette vue à courir le risque de faire un mauvais placement, on ne voit pas pourquoi l'Etat interviendrait, à une époque et dans un pays où la liberté du taux de l'intérêt en matière commerciale a été proclamée, en même temps qu'a été consacrée la liberté pour tous de faire des opérations à terme. On ne comprend pas pourquoi l'Etat exercerait sur l'argent exporté par ses habitants un contrôle doublé d'un droit de suite qui n'existe pas pour les marchandises.

Il faut donc reconnaître que la thèse libre-échangiste s'étaye sur des arguments théoriques et pratiques d'une grande solidité, qui paraissent devoir emporter la solution. Mais s'il en est ainsi lorsqu'il s'agit d'admission à la cote de valeurs industrielles étrangères, la solution doit-elle être la même en matière de fonds d'Etat, et il ne faut pas perdre de vue que la plupart

de nos créances sur l'étranger sont constituées en fonds d'Etat ? L'intervention de l'Etat n'est-elle pas ici plus que nécessaire, indispensable ? Il paraît bien que oui, car ne serait-il pas souverainement injuste que l'Etat, responsable, dans une large limite, des sentiments de ses sujets lorsqu'il est question de l'idée de patrie et de la défense du territoire, permette à ses nationaux de prêter à d'autres Etats des capitaux destinés à forger des armes qui se tourneront peut-être un jour contre lui ? Nous sommes ici en présence de considérations éminemment respectables dont l'Etat a le devoir impérieux de tenir compte, et nous estimons qu'il ne devrait y avoir aucun doute sur son droit de refuser l'admission à la cote de fonds d'Etat étrangers, ou de subordonner cette admission à la stricte observation de certaines conditions.

Sans doute, on ne peut méconnaître que la question ne soit particulièrement délicate. La solution que nous indiquons, donne au gouvernement des pouvoirs considérables qui paraîtront à beaucoup de personnes exagérés. Rien n'empêchera un gouvernement qui a repoussé l'admission à la cote d'emprunts de nations neutres qui ont refusé de se plier à ses conditions, d'accorder cette faveur à des emprunts de nations amies sans exiger d'elles d'engagement de même nature. Une telle solution est, sans doute, quelque peu contraire à la logique, mais ce pouvoir arbitraire de l'Etat,

cette différence de traitement entre les nations, s'expliquent par des considérations politiques d'un ordre très élevé, supérieures aux considérations économiques. C'est l'avenir du pays qui est en jeu, et qui oserait dans cet cas refuser à l'Etat le droit d'empêcher tous ceux qui habitent son territoire de s'associer à une œuvre anti-patriotique ?

Mais si l'Etat français a le droit de manifester son contrôle dans le sens que nous venons d'indiquer, sur l'émission et l'admission à la cote des fonds d'Etat étrangers, il va trop loin, nous le répétons, lorsqu'il applique la même politique aux simples valeurs étrangères. Ici, aucune considération patriotique ne peut être invoquée, et c'est la thèse libre-échangiste qui doit triompher parce que les citoyens doivent être libres de gérer leurs finances comme ils l'entendent, et aussi parce que le paternalisme poussé à l'extrême, aboutit à la tyrannie et au despotisme. Tout au plus, pourrait-on admettre que, lorsque la valeur présente un danger évident pour les capitalistes, à plus forte raison lorsqu'elle a les apparences d'une escroquerie, le gouvernement aurait le droit de l'écarter.

Si l'intervention du gouvernement est donc légitime dans quelques cas, peut-on en dire autant de celle du Parlement ? Depuis quelques années, le Parlement a une tendance manifeste à s'immiscer dans le règlement de ces complexes et délicates questions. Sous le pré-

texte de protéger la petite épargne française, il intervient à chaque instant sous les formes les plus diverses, question, interpellation, proposition de résolution pour demander au gouvernement, soit de s'opposer à l'émission en France de tel emprunt, soit de subordonner l'admission à la cote de telle valeur étrangère à telle ou telle condition. Une telle politique est profondément regrettable et nous ne pouvons que nous associer aux éloquentes paroles que prononçait à la Chambre des députés, M. Caillaux, ministre des finances, dans la séance du 21 janvier 1909 :

« Il n'y a pas de gouvernement qui puisse accepter que pour chaque cotation d'emprunt, pour chaque cotation de fonds d'Etat, il soit obligé de venir, au préalable, exposer à la Chambre, ce qui est dans sa mission de gouvernement, les raisons qui le déterminent à accepter ou à refuser une cotation » (1).

C'est là, selon nous, la vraie doctrine. Le gouvernement seul peut être juge de la situation financière et politique du pays au moment où l'émission d'un emprunt en France et son admission à la cote sont sollicitées par un gouvernement étranger.

A l'heure actuelle le gouvernement paraît admettre que notre épargne est insuffisamment défendue, et incline de plus en plus vers l'idée de protection. C'est

(1) *Journal Officiel*, Déb. parl., Chambre, 1909, p. 99.

ainsi qu'à la séance de la Chambre du 3 février 1912 M. Klotz, ministre des finances, en réponse à une question que venait de lui poser M. Joseph Denais, a déclaré que les mesures de publicité qui entouraient l'émission des emprunts étrangers, n'étaient pas suffisamment protectrices de l'épargne privée, et a pris l'engagement de remédier à cet état de choses.

Effectivement, quelques jours après, conformément à ces déclarations, le même ministre des finances prenait un arrêté dont l'article 1^{er} est ainsi conçu :

« Il est institué au ministère des finances une commission chargée d'examiner certaines questions relatives aux annonces et aux prospectus concernant l'émission, la mise en souscription, l'exposition en vente ou l'introduction sur le marché de titres étrangers, et de rechercher les dispositions législatives, tendant à l'interdiction de toute énonciation publique visant l'admissibilité à la cote » (1).

Il est impossible de préjuger d'ores et déjà des solutions que proposera cette commission. Mais, il est à désirer qu'elle n'exagère pas la protection des capitaux privés, tout en entourant de garanties sérieuses les placements en valeurs étrangères. A notre avis, le système le mieux approprié aux besoins de notre marché

(1) *Le Temps* du 12 février 1912.

et aux intérêts de notre épargne serait un régime de liberté surveillée, dirigée par une autorité éclairée.

Une politique fiscale sage et prudente, et, en harmonie avec elle, des règles d'admission à la cote des valeurs mobilières étrangères, qui, sans être prohibitives, ne laisseraient introduire sur nos Bourses et marchés que des valeurs honnêtes sans danger évident pour nos capitalistes et rentiers, voilà ce qui devrait être l'objet des études et des recherches de la commission instituée par le gouvernement.

Vu :

Le Doyen,

P. CAUWÈS.

Vu :

Le Président de la thèse,

PERREAU.

Vu et permis d'imprimer :

Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris,

LIARD.

BIBLIOGRAPHIE

- BOISSIÈRE. — La Compagnie des agents de change et le marché officiel à la Bourse de Paris, thèse, Paris, 1908.
- BOZÉRIAN. — Dictionnaire universel de la Bourse, de la banque et des assurances, Paris, 1887. V^e Admission à la cote.
- BOUDON. — La Bourse anglaise (Enquête sur les Bourses étrangères), Paris, 1898.
- BUCHÈRE. — Traité des opérations de Bourse.
- COURTOIS. — Traité élémentaire des opérations de Bourse, 14^e édition, par Vidal, Paris, 1910.
- CRÉPON. — De la négociation des effets publics et autres, 2^e édition, Paris, 1891.
- Economiste Français. — Au sujet des cotes, 5 octobre 1912.
- FLINIAUX. — Des pouvoirs et de la responsabilité des agents de change (*Revue critique de législation et de jurisprudence*, 1878, p. 325 et suiv.).
- GUICHARD (Georges). — De la protection de l'épargne française et des syndicats de porteurs de valeurs étrangères, thèse, Poitiers, 1901.
- LÉROY-BEAULIEU (Paul). — L'art de placer, de gérer sa fortune, Paris, 1906.
- LESCURE. — La puissance d'épargne de France et les placements étrangers (*Revue politique et parlementaire*, 16 février 1912).
- LYON-CAEN et RENAULT. — Traité de droit commercial, t. II et t. V.

- MOLLOT. — Bourses de commerce, 2 volumes, Paris, 1857.
- RUBEN DE COUDER. — Dictionnaire de droit commercial et industriel et maritime, 6 volumes, Paris, 1888, Agents de change.
- SAINT-MAURICE (comte de). — Les emprunts d'Etat, Paris, 1912.
- WALDMANN. — La profession d'agents de change, 2^e édition, Paris, 1910.
- YVES GUVOT. — L'Etat et l'Epargne (*Journal des Economistes*, octobre 1910, p. 6).
-

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	1
CHAPITRE I. — Les négociations en Bourse	21
§ 1. — Le marché officiel. Les agents de change	22
§ 2. — Le marché de la coulisse	25
§ 3. — La constatation des cours. La cote.	26
§ 4. — Effets susceptibles d'être cotés	33
CHAPITRE II. — Des conditions et des formalités pour l'admission à la cote officielle	48
SECTION I. — Fonds d'Etat	51
§ 1. — Fonds d'Etat français	51
§ 2. — Fonds d'Etat étrangers	51
SECTION II. — Valeurs autres que les fonds d'Etat	57
§ 1. — Conditions économiques	62
§ 2. — Conditions juridiques.	63
§ 3. — Conditions financières.	67
CHAPITRE III. — Du rôle du ministre des finances et du ministre des affaires étrangères, en ce qui concerne l'admission à la cote des valeurs.	70
SECTION I. — Valeurs françaises.	70
SECTION II. — Valeurs étrangères	71
1° Emprunt hongrois.	79
2° Emprunt ottoman.	85
3° Emprunt du Paraguay	89
4° Crédit foncier cubain	93

CHAPITRE IV. — De la responsabilité des chambres syndicales relativement à l'inscription des valeurs à la cote.	103
CHAPITRE V. — Conditions et formes de l'introduction sur le marché libre	110
CHAPITRE VI. — Législation comparée	115
Angleterre.	119
Allemagne.	121
Belgique	126
Autriche	128
Espagne	128
Portugal	130
Suisse	130
Russie	131
Italie	131
Hollande	132
CONCLUSION	133
BIBLIOGRAPHIE	145

